Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea magistrale in
Amministrazione, Finanza e Controllo

Ordinamento *ex* D.M. 270/2004

Tesi di Laurea

Causa contrattuale e *swap*

Relatore
Ch. Prof. Gianluca Sicchiero

Laureando
Alessandro Scantamburlo
Matricola 811268

Anno Accademico
2016 / 2017

sulla punta di un coltello
ci sta il senso della vita
che ci affetti una cipolla
o che lo usi per farla finita
A.A.

INDICE

Introduzione I

CAPITOLO I

CONTRATTI DERIVATI E *SWAPS*: ALCUNI TRATTI GENERALI

1.1. Nuove sensibilità 1

1.2. Un'introduzione: i contratti derivati e le principali fattispecie sviluppate dalla prassi finanziaria. Analisi del contratto di *swap* e, in particolare, dell'*interest rate swap*. 9

1.3. Il fenomeno macroeconomico che ne ha agevolato la diffusione (e segnato l'avversione). 30

CAPITOLO II

L'ESAME "CLINICO" (E ALCUNE PATOLOGIE)

2.1. L'analisi dei casi. 35

2.2. Le questioni dibattute nelle aule di giustizia. 48

CAPITOLO III

CAUSA, ALEATORIETÀ E *AFFARI* CONNESSI

3.1. Il "materialismo" della causa contrattuale negli *swaps*: la causa in concreto; l'alea e la scommessa; il ruolo dell'intermediario. 55

3.2. La qualificazione dello *swap* fra contratto commutativo e contratto aleatorio: la costante inapplicabilità dell'art. 1467 c.c. 66

3.3. Il "tirso" della causa del contratto. 90

3.4 *Segue*: le nuove prospettive della causa contrattuale. Il diritto dell'intermediazione finanziaria come nuovo *habitat* della causa del contratto. 119

CAPITOLO 4

L'INSERZIONE DELLE PATOLOGIE NELLA TEMATICA CAUSALISTA

4.1. L'Irs OTC che non è in grado di assolvere la funzione di copertura per il quale era stato voluto, predisposto e negoziato è carente o viziato della sua causa? 127

4.2. *Segue*: aleatorietà, squilibrio dell'alea e causa. Lo *swap* "non-par"..... 134

4.3. "In difesa delle cause perse": la causa può avere un effettivo ruolo di controllo del contratto derivato OTC. La causa nel contratto dell'intermediazione finanziaria e le prestazioni (non) caratteristiche: chi "sposta" rischio e denaro come e per quale motivo lo intende fare? 144

Indice degli autori 167

Indice delle pronunce..... 173

INTRODUZIONE

Dell'incertezza, quando si ha qualche cosa da perdere, si deve temere. Viceversa, chi non ha nulla da perdere, dal futuro ci può forse trarre qualcosa.

Se ci si pensa bene, ogni istante rappresenta un passo indietro e, allo stesso tempo, un passo avanti sul tappeto dell'incertezza che connota il futuro. L'agire umano, specie se declinato nell'area del lavoro, è tutto proiettato verso "ciò che sarà". Paradossalmente, quando si partecipa ad un gioco, solitamente si saprà in poco tempo quando e quanto si sarà vinto o si sarà perso; all'opposto, nel "gioco" dell'impresa, nonostante tutte le più rosee previsioni, difficilmente la tensione svanirà in breve tempo, poiché sono molte le variabili che possono innescare un successo o portare ad un insuccesso.

Il futuro, e il rischio connesso all'incertezza, rappresentano la linfa vitale dei mercati, quelli della finanza in particolare. Qui, tradizionalmente, si quotano su larga scala quei beni dei quali si sente l'esigenza di agevolare la circolazione e la diffusione e, quindi, efficientarne lo scambio. Così, le stesse imprese possono trovare in tali mercati strumenti per contrastare l'incertezza che caratterizza i loro *business* (mercati dei titoli, delle *commodities*, dei tassi di interesse, valutari, ecc.).

Con l'andare del tempo, la contrattazione su larga scala mostra i limiti della standardizzazione delle negoziazioni: la serialità è più efficiente, veloce e più sicura, soprattutto in ottica massimizzazione delle transazioni, ma anche di tutela e di controllo; alle volte, però, risulta difficoltoso trovare ciò che in poco tempo e a poco costo soddisfa un determinato bisogno. Per ovviare a questo limite, i mercati finanziari possono specializzarsi, creando nuovi luoghi e nove modalità di negoziazione. Una recente tendenza vede, invece, la creazione di strumenti su misura, al patto di doverli negoziare fuori dai mercati regolamentati, in condizioni meno efficienti e sicure.

Si possono sdoganare nuove tecniche tutte le volte che se ne percepisca il bisogno ovvero tutte le volte in cui l'introduzione di un nuovo bisogno porti a ripensare le soluzioni fino a quel momento adottate; occorre, però, che queste nuove tecniche siano affidate al "grande pubblico" in modo rigoroso e ponderato.

Contratti come i derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati (cosiddetti *over the counter*), grazie alla flessibilità scaturita dal loro funzionamento "artificiale", posso-

no effettivamente creare soluzioni dinamiche, flessibili ed efficaci per gestire al meglio i rischi emergenti dalle contrattazioni "reali". Essi sono, però, null'altro che *finzioni* ad arte create per replicare situazioni fattuali, superandone i limiti materiali: con i derivati si può solo fingere di detenere una certa attività e, ciò nonostante, se ne può trarre il vantaggio relativo; viceversa, in caso di perdita non si vedrà intaccare la disponibilità del bene (solo virtualmente) impegnato.

Fingere ha l'indubbio dono di creare situazioni svincolate dai limiti della materialità – anche di quella *dematerializzata* di stampo finanziario (quanto è difficile aggiungere anche uno solo zero all'importo del saldo del proprio conto corrente!) – ma possiede il vorace istinto di distruggere quella stessa materialità attraverso la creazione di obblighi creati ad arte che possono sfuggire facilmente al controllo e che sovente, invece, si sente la necessità di poter controllare.

L'attenzione può esser posta su tanti aspetti: quali sono le corrette pratiche di *risk management*? Cosa si può fare e cosa no? Ma anche: se il controllo sfugge, è lecito inserire il "demiurgico" intervento dell'autorità giudiziaria? La risposta è si, ma con certi distinguo: la legge *analitica* del caso si ritrova impreparata ai rapidi mutamenti (poche volte è in grado di predire cosa è concretamente lecito e cosa no, perché, spesso, non sa ancora su cosa e come operare); ad essa deve sopperire la legge *sintetica* dei principi. L'intervento regolatore esterno, però, non dovrebbe servire da porto di "approdo" ma come isola che salva i "naufraghi".

Ci si riferisce alla figura giuridica del contratto, mezzo di creazione e, quindi, di *finzione* pure esso: l'autonomia contrattuale è libera e la necessità di porre in essere transazioni stabili, in modo da poter riporre fiducia sull'accordo preso, implica che la scelta fatta sia, in linea generale, irrevocabile e insindacabile.

Ma la *finzione* può avere ad oggetto di tutto, compreso l'*irrazionale*; anzi, per definizione, ciò che nella concretezza delle cose razionale o, almeno possibile, non è (altrimenti sarebbe *realtà*, non finzione).

E allora il canone della *libertà* implica che ci si debba poter liberare da ciò che non attiene alla razionalità, viceversa la finzione non emulerebbe più la realtà per superarne momentaneamente i limiti, ma finirebbe per determinarla.

CAPITOLO I

CONTRATTI DERIVATI E *SWAPS*: ALCUNI TRATTI GENERALI

1.1. *Nuove sensibilità.*

Il rapporto tra "mondo degli affari" e "diritto" può apparire, alle volte, decisamente idiosincratico: il concreto atteggiarsi delle dinamiche economiche e finanziarie sembra non volersi ben conciliare con la cogenza delle norme giuridiche. La nostra ampia e sfaccettata regolamentazione normativa, in particolare, è spesso vissuta con insofferenza dall'operatore professionale, soprattutto quello più "innovativo", del pari di un vero e proprio ostacolo al proprio agire. Le norme giuridiche, viceversa, si trovano ad interpretare i fenomeni, a comprenderli, a positivizzarli, a regolarli, a censurarli ove dovuto, ma solo tempo dopo la loro apparizione, il più delle volte per tentare di risolvere o almeno arginare le patologie sintomatiche, qualche volta per evitare il manifestarsi di quelle latenti.

Ogni scienza, compresa quella giuridica, d'altronde, pecca ontologicamente di "idealismo", mentre il "materialismo" della prassi si dimostra sempre più insofferente alla stretta maglia del "dogma": con maggiore frequenza viene richiesto alle norme giuridiche più pragmatismo, transazioni più efficienti e certe, minore burocrazia, maggiore flessibilità operativa – in una parola maggiore libertà e flessibilità degli strumenti, anche normativi, tali da interpretare e gestire la continua metamorfosi delle transazioni e, in definitiva, favorire la circolazione della ricchezza attraverso una sua gestione efficiente. L'azzardo morale dell'operatore "libero", specie di quello finanziario, d'altro canto, per luogo comune, giustificherebbe il "male minore" di una legislazione dai tratti serrati.

Tale "rincorsa" del diritto sull'economia, con tutta probabilità, esiste da sempre: in epoca romana la *lex mercatoria* prevaleva sul diritto romano (ma non su quello canonico) se solo una delle parti del rapporto era un commerciante; con l'avvento dell'illuminismo e della rivoluzione industriale il diritto regolava la tutela della circolazione della ricchezza ma la vera "legge" era quella autoregolatrice della *mano invisibile* del mercato; sul finire del novecento la *deregulation* ha creato le condizioni perché il controllo pubblico lasciasse il posto alla privatizza-

zione di ampi settori dell'economia; la società post-industriale e la globalizzazione dei mercati, infine, hanno portato alla dematerializzazione della ricchezza dando vita a quella che è stata chiamata la "società del mercato finanziario". Nel tempo presente, paradossalmente, è un istituto giuridico a creare nuove forme di creazione e circolazione della ricchezza: «nella odierna società della finanza la tecnologia industriale è sostituita dalla tecnica contrattuale: i prodotti finanziari prendono corpo e vita solo in virtù dell'uso sapiente della tecnica giuridica. Un tempo i contratti assolvevano solo la funzione di far circolare le cose; oggi servono anche per produrle, per creare i prodotti finanziari, le *new properties* […] Il principale strumento dell'innovazione giuridica è il contratto. Le concezioni classiche del diritto non collocano il contratto fra le fonti normative; ma, se continuassimo a concepire il contratto come mera applicazione del diritto, e non come fonte di diritto nuovo, ci precluderemmo la possibilità di comprendere in qual modo muta il diritto del nostro tempo» [1].

L'inettitudine [2] della legge all'innovazione giuridica, aggravata da un'economia in continua trasformazione, trova quindi nel contratto uno strumento di redenzione: «sono, il più delle volte, contratti atipici: a crearli non sono i legislatori nazionali, ma sono gli uffici legali delle grandi multinazionali, sono i consulenti delle associazioni internazionali delle diverse categorie imprenditoriali. […] Essi non hanno nazionalità: la loro funzione è di realizzare l'unità del diritto entro l'unità dei mercati. L'uniformità internazionale di questi modelli è, per le imprese che li praticano, un valore sommo» [3]. Si viene così a creare un diritto della società globalizzata, al quale è stato dato l'altisonante nome di Nuova *lex mercatoria*, ma che altro non sarebbe che «un diritto creato dal ceto imprenditoriale, senza la mediazione del potere legislativo degli Stati, e formato da regole destinate a disciplinare in modo uniforme, al di là delle unità politiche degli Stati, i rapporti commerciali che si instaurano entro l'unità economica dei merca-

[1] GALGANO, *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contr. imp.*, 2000, 1, pp. 196-197.

[2] GALGANO, *op. cit.*, p. 197.

[3] GALGANO, *op. cit.*, p. 199.

ti» [4].

Così, tanto la capacità "innovativa" che quella "regolativa" si ritrovano in seno alla legge stessa: il contratto, anche quello atipico, vale legge tra le parti; le norme di legge che regolano i contratti sembrano, però, sempre più inefficaci al loro scopo ed è facile intuire che tale circolo può divenire "vizioso" in un istante, se la fonte creatrice è tesa ad eludere i principi generali dell'ordinamento. La legge causa del suo stesso male verrebbe da dire, quindi, se non fosse che senza questo "male" (il contratto) la circolazione della ricchezza sarebbe bloccata, l'economia ingessata, i mercati trafitti dalla mera conservazione dell'esistente. Ciò nonostante, il cambiamento, soprattutto quello più incessante, implica l'insorgere di contrasti.

Si pensi alla controversa questione concernente l'ampiezza di autonomia da riconoscersi alle parti nella formazione del contratto atipico e al correlativo giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti (art. 1322 c.c.): da un lato i "liberalisti" sostenitori della valutazione meritoria degli interessi come mera non illeceità o non contrarietà all'ordinamento [5], dall'altro i "garantisti" interpreti della meritevolezza quale requisito della validità del negozio, ulteriore alla non illiceità, sottendente una valutazione, in positivo, dell'apprezzabilità delle finalità perseguite con l'accordo [6].

In ambito finanziario, in molti paesi e in particolare in Italia, lo stridente rapporto tra regolamentazione positiva e prassi commerciale si è fatto addirittura più marcato.

Molti fattori hanno contribuito ad alimentare tale fenomeno: la flessibilità de-

---

[4] GALGANO, *op. cit.*, p. 199.

[5] FERRI, *Tradizione e novità nella disciplina della causa del negozio giuridico*, in *Riv. dir. comm.*, 1986, I, p. 137 ss.

[6] Per la distinzione tra giudizio di meritevolezza e giudizio di illiceità cfr., ad es.: GALGANO, *Il contratto*, 2011, Padova, p. 153; Cass., 23 febbraio 2004, n. 3545, in *Iusexplorer.it.* Tale sarebbe, peraltro, l'impostazione dei lavori preparatori del nuovo codice civile: cfr. *Relazione* del Ministro Guardasigilli al Codice civile, n. 603, che parla di «ragione socialmente plausibile» che giustifichi la protezione, da parte dell'ordinamento, di «funzioni utili che abbiano rilevanza sociale». *Contra*, ad es.: ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *BBTC*, 2013, 1, p. 106 ss.; Cass., sez. un., 18 febbraio 2010, n. 3947, in *Iusexplorer.it*, che incidentalmente parla di «obsolescenza della matrice ideologica che […] configurava [la causa] come strumento di controllo della […] utilità sociale».

gli strumenti contrattuali negoziati, spesso creati e sviluppati in paesi finanziariamente più evoluti (Regno Unito e Stati Uniti), dotati di sistemi legislativi più flessibili (*common law*), calati, senza troppi distinguo e adattamenti, in mercati e ordinamenti giuridici di paesi con ben differenti cultura e tradizione [7]; l'incapacità del sistema legislativo, tanto a livello nazionale che sovra-nazionale, di rispondere adeguatamente e tempestivamente ai fenomeni (e alle patologie) derivanti dalle contrapposte istanze di speditezza ed efficienza degli operatori del mercato (investitori compresi); l'esponenziale diffusione e innovazione dei mercati e delle relative transazioni, alimentata dallo sviluppo delle nuove tecnologie dell'informazione; il sempre più profondo *gap* tra i mercati della finanza con quel che si suole chiamare l'"economia reale"; i recenti scandali finanziari (tra i più famosi e dirompenti: *Enron*, *WorldCom*, *Cirio*, *Parmalat*, *Lehman Brothers*; la crisi finanziaria globale innescata dai mutui *subprime*; il caso "*Bernard Madoff*"; le manipolazioni dei tassi Libor ed Euribor); infine, la stessa crisi finanziaria internazionale, che ha accresciuto l'"azzardo morale" degli investitori, indotti da uno stato di difficoltà o solo da un intento altamente speculativo di tentare il "tutto per tutto" sui mercati della finanza, capaci di creare (ma anche di distruggere) elevate quantità di ricchezza in brevissimo tempo.

L'uniformità di regolamentazione auspicata dal legislatore europeo [8], peraltro, non ha portato i benefici sperati, giacché l'attuazione delle medesime direttive comunitarie in paesi di tradizione giuridica differente ha portato ad affrontare e risolvere i medesimi problemi con approcci e strumenti tra loro affatto diversi, con il risultato di creare disparità di trattamento evidenti [9].

Anche la giurisprudenza si è ritrovata, per certi versi, impreparata all'incedere

---

[7] E ciò «sulla base della regola non scritta ma applicata per cui il giudice italiano ammette le figure contrattuale che il mercato internazionale conosce, giacché altrimenti verrebbe ad isolare il nostro ordinamento da quello degli altri paesi»: SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, in *Contr. imp.*, 2003, 1, p. 113.

[8] Sulla scia della c.d. "comunitarizzazione del diritto privato": BENACCHIO, *Diritto Privato della Comunità Europea*, Padova, 1998, p. 27.

[9] Si veda l'analisi comparata di alcuni precedenti resi dalla giurisprudenza meritoria nazionale e dalla *High Court of Justice* inglese in materia di garanzie a tutela dell'investitore condotta da MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *BBTC*, 2012, 3, pp. 280 ss.: «a giudicare dalle statuizioni italiane ed inglesi, la sensazione è che siamo di fronte ad una direttiva [la 93/22/CEE del 10 maggio 1993] ad attuazione zero».

del dinamismo dei mercati finanziari: il rapporto tra investitore (nel senso più ampio del termine) e aule di giustizia è stato descritto, se non di ostilità, in termini di «reciproca diffidenza» [10]: lo speculatore, che con la sua creatività contrattuale intende sottrarsi alle regole di governo dei comuni "contratti dei mortali", contro la figura del giudice, rivolto alla speculazione con sospetto, con la circospezione di chi diffida della creazione di ricchezza in maniera troppo facile, «in omaggio invece ad una tradizione di pensiero per secoli protesa alla tutela dell'economia reale e travolta dal tumultuoso incedere dell'innovazione finanziaria» [11].

Invero, questa non è stata una difficoltà solo nazionale: nei primi anni novanta la celebre *House of Lords*, nel famoso caso *Hazell* contro *Hammersmith* e *Fulhan London Borough Council*, severamente ammoniva che lo *swap* su tassi di interesse fosse sempre sorretto da un intento speculativo, affermando la sua contrarietà alla legge, in quanto atto *ultra vires*, ogni volta che fosse stipulato da un ente pubblico territoriale [12].

Anche l'approccio dei giudici nazionali, in origine, si è avvitato su questioni formali, più di "placido diritto" che concrete e sostanziali: in materia di contratti derivati, e in particolare in tema di *swaps*, se dapprima l'attenzione è stata incentrata sulla possibile non azionabilità in giudizio del differenziale attivo dello strumento finanziario, in quanto l'operazione pareva qualificabile in termini di scommessa privata e, quindi, di atto immeritevole di tutela (art. 1933 c.c.) [13], successivamente è stata catalizzata dalla controversa efficacia della dichiarazione autoreferenziale di «operatore qualificato» resa dall'investitore o dal rappresentante di questi ai sensi dell'oggi abrogato art. 31 del reg. intermediari n. 11522 del 1998, risolta dalla Suprema Corte [14] con una soluzione di compromesso, che ha lasciato un certo grado di insoddisfazione generale [15].

---

[10] GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, in *BBTC*, 2013, 1, p. 92 ss.

[11] GIRINO, *op.cit.*, p. 92.

[12] Il precedente è citato da GIRINO, *op. loc. cit.*, nonché già da MAFFEIS, *La stagione dell'orrore in Europa: da Frankestein ai derivati*, cit., p. 295.

[13] GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *BBTC*, 2009, 6, p. 1133 ss.

[14] Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *Iusexplorer.it*.

[15] GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, in *BBTC*, 2011, 2, p. 509.

Le *nuove sensibilità* nascenti in materia di contratti derivati – almeno quando negoziati in mercati *over the counter* (OTC) o, che dir si voglia, non regolamentati, com'è di regola nel caso di negoziazione in contropartita diretta con l'intermediario finanziario di strumenti finanziari illiquidi come gli *swaps* – è oggi testimoniata dalla crescente attenzione verso le concrete dinamiche del rapporto contrattuale, sia dal lato del profilo strutturale dell'accordo pattizio nonché della possibile alterazione dell'elemento aleatorio intrinseco, sia dalla rivalutazione degli obblighi di condotta e informazione all'investitore che, non da oggi, gravano in capo all'intermediario finanziario (art. 21 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 [16]).

Ed è alla luce di tale rinnovata sensibilità che è possibile entrare nel vivo del problema della finanza derivativa, accedendovi dalla "porta principale", armandosi della dovuta pazienza che l'approccio interdisciplinare richiede, poiché è solo dal dato strutturale dell'operazione economica considerata che è possibile inferire rischi e benefici degli strumenti utilizzati, e da tale giudizio valutare se le tutele più "formali" siano soluzioni idonee o meno, se questi strumenti posseggano una loro dignità e, quindi, un'effettiva utilità e, soprattutto, se possano essere sdoganati come transazioni di routine o meno.

In altri termini, in questa materia, come vedremo, ciò che in astratto può considerarsi conforme alla legge, in concreto può tuttavia non esserlo e la differenza risiede in dettagli della struttura contrattuale, concernenti alternativamente la fase genetica ovvero quella funzionale del rapporto: l'eccezione, in questo caso, può divenire facilmente la regola.

Solo da una preliminare indagine condotta sul contratto "in concreto" può accedersi al "dilemma" della sua causa: ciò vale per il contratto derivato e per lo *swap* in particolare, ma il dibattito presente in molte aule di giustizia del nostro paese (e non solo) può permettere anche di reinterpretare alcune questioni, rimaste piò o meno irrisolte, del diritto civile. Non è più, però, un affare esclusivo di esperti e consulenti tecnici: un'indagine in *subjecta materia*, ancorché su questioni di puro diritto, deve preliminarmente valutare il contratto con un approccio, per così dire, tecnico-giuridico; nell'affrontare lo spinoso tema della causa contrattua-

[16] Altrimenti detto *Testo Unico Finanziario,* d'ora innanzi anche Tuf.

le, poi, ciò non sarà nemmeno più sufficiente, dovendosi ricorrere altresì a concetti per così dire "meta-giuridici".

Anticipando ciò che si dirà nel prosieguo sul concetto di causa contrattuale, nell'ambito della negoziazione in strumenti finanziari derivati tanto si è detto sulla causa "in concreto", a volte integrata, a volte contrapposta, al più generale concetto di causa "in astratto", nonché sulla causa meritevole, idonea, consentita o addirittura sulla causa che assolutamente manca e sul riverbero dell'aleatorietà (irrazionale, assente, unilaterale, squilibrata o sbilanciata) sul profilo causale e/o sull'oggetto del contratto [17]. Tali approcci al problema della causa del contratto, però, non solamente sono ancor oggi oggetto di ampio dibattito dottrinario e giurisprudenziale circa il loro reale contenuto ermeneutico e la loro effettiva portata applicativa, ma addirittura, nel caso della causa "in concreto", il concetto risulta talmente mutevole e incerto che una sua applicazione generalizzata assomiglia – al di là dei termini utilizzati – ad una petizione di principio: com'è possibile indagare la causa del *concreto* contratto stipulato attraverso l'analisi del profilo causale (asseritamente concreto) di un'intera categoria? L'analisi del contratto in concreto e, per tale mezzo, della sua causa, detto in altre parole, lascia davvero poco spazio a considerazioni generali in questo particolare settore, caratterizzato dalla estrema mutevolezza dei contenuti contrattuali e dalla enorme flessibilità degli strumenti utilizzati.

Inoltre, in materia di derivati, l'applicazione giurisprudenziale del rimedio della nullità per mancanza ovvero per illiceità o, ancora, per non meritevolezza della causa del contratto – sia essa in astratto o in concreto – sembra essere stata talmente disinvolta da far sorgere più di una perplessità sulla reale portata ermeneutica delle pronunce giurisprudenziali rese [18].

---

[17] Per una breve ricostruzione delle nozioni di causa in materia di contratti di *swap* prodotte dalla recente giurisprudenza: ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, cit., p. 106 ss. e AMARI, *Le ipotesi di nullità del contratto di* swap *analizzate dai Giudici di legittimità e di merito*, settembre 2016, in *Dirittobancario.it*.

[18] Cfr., ad es., ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, cit., p. 106 ss., che raggruppa il contenzioso in quattro fattispecie, cui corrisponderebbero altrettanti tipi di patologie in materia di contratti derivati e altrettanti rimedi solutori (riconducibili al binomio nullità per difetto/illiceità della causa ed annullamento per vizio del consenso); v. anche l'interessante critica di PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela:* quid noctis*?*,

Il presente lavoro, sulla scorta di questa riflessione, tenterà di adottare un approccio "empirico", forsanche un po' "noetico", attraverso il quale, partendo da un'analisi di alcuni contratti di *interest rate swap* realmente stipulati nell'ambito di un servizio di investimento tra investitori e alcuni istituti di credito – quindi nella cogenza della normativa primaria del Tuf e di quella regolamentare della Consob vigente all'epoca della conclusione dei differenti contratti – si cercherà di indagare la struttura elementare e, fin dove possibile, di definire quali possono essere i tratti comuni dei contratti di *swaps*. Tale "inversione argomentativa" potrebbe forse sembrare troppo "inusuale": il contributo sulla causa del contratto, anche in questa materia, non è certo inesistente, e il presente lavoro soffrirà forse di poca originalità; ogni traguardo raggiunto, però, sembra aver esplorato tanti nuovi approdi e con ciò sollevato altrettante problematiche: un differente approc-

---

in *Eur. dir. priv.*, 2015, 2, p. 383 ss., che impernia la propria indagine sulla considerazione che «la tematica dei derivati è il contesto nel quale domina incontrastata una *dottrina delle Corti* che si esprime sempre e soltanto attraverso un decidere per valori […] il giudizio improntato ai valori non è "propriamente giudizio" quanto e piuttosto una "presa di posizione dinanzi ad un episodio di vita"» distinguendo anch'egli sul binomio rimediale nullità/annullabilità del patto. Ma non è finita qui: è stata altresì ipotizzata una nullità (non in fatto di causa ma) per vizio dell'oggetto dedotto in contratto, in quanto indeterminato ovvero indeterminabile, ovvero perché sottendente un sinallagma eccessivamente sproporzionato (dalle cui mosse, peraltro, si ritorna al concetto di causa in concreto); vizi intrisi di violazioni a precetti ulteriori a quelli dei contratti "in generale" quali gli obblighi di divulgazione degli elementi strutturali del rapporto gravanti in capo all'intermediario finanziario: cfr. la "trilogia" di TUCCI, *Contratti derivati: determinazione dell'alea e determinabilità dell'oggetto*, in *BBTC*, 2015, 2, p. 229 ss.; ID., *Interest Rate Swap: "causa tipica" e "causa concreta"*, in *BBTC*, 2014, 3, p. 291 ss.; ID., *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *BBTC*, 2013, 1, p. 68 ss. Cfr., peraltro, la ben differente impostazione seguita dalle sentenze gemelle Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, in *Iusexplorer.it*, le quali hanno statuito che la violazione degli obblighi di informazione al cliente e di corretta esecuzione delle operazioni che il Tuf pone a carico dei soggetti abilitati che rendano la loro prestazione nell'ambito di un servizio di investimento, può comportare responsabilità precontrattuale, con conseguenze risarcitorie, se compiute nella fase antecedente ovvero in concomitanza con la stipulazione del contratto-quadro e, invece, di responsabilità contrattuale, ed eventualmente condurre alla risoluzione dell'accordo normativo, ove trattasi di violazioni concernenti le operazioni compiute in esecuzione di detto contratto quadro (ad es.: operazioni di investimento/disinvestimento), con ciò affermando la *summa divisio* fra regole di validità (del contratto, tali da invalidare l'accordo) e regole di condotta (delle parti, in specie l'intermediario finanziario, fonte eventualmente di responsabilità risarcitoria): problemi già avvertiti da ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, nel *Tratt. dir. comm.*, diretto da Galgano, XLII, Padova, 2006, p. 133 ss., presenti tutt'ora in più di qualche sporadica decisione (cfr., ad es., di recente: Lodo arb. Bologna, 10 febbraio 2017, in *Ilcaso.it*).

cio argomentativo può forse contribuire, se non altro, a togliere qualche altra sicurezza.

In un primo momento, pertanto, verranno dati per scontati alcuni concetti sulla teoria generale del contratto con l'esclusivo fine di analizzare l'assetto funzionale di alcuni *swaps* su tassi di interesse e comprenderne la struttura elementare; la seconda parte, invece, colmerà questa lacuna analizzando alcuni dei più attuali contributi sui requisiti di validità del negozio – in particolare quello della causa contrattuale – confrontandoli con quelli offerti dalla tradizione civilistica. Quanto ottenuto, poi, verrà calato agli specifici contratti analizzati, cercando, fin dove possibile, di ricavare delle soluzioni, o quantomeno dei metodi di indagine, comuni alla categoria degli *swaps* e a quella della più ampia platea dei contrati derivati.

1.2. *Un'introduzione: i contratti derivati e le principali fattispecie sviluppate dalla prassi finanziaria. Analisi del contratto di* swap *e, in particolare, dell'*interest rate swap.

Prima di trattare dei contratti di *swap*, e dell'*interest rate swap* in particolare, è doveroso fare delle brevi premesse sulla più ampia categoria dei contratti derivati cui questi prodotti finanziari in qualche modo appartengono.

Parlando di contratti derivati, tanto in ambito giuridico che economico, spesso si incorre in alcune imprecisioni. La moderna tecnica finanziaria è talmente sviluppata e complessa che, incessantemente, nuove fattispecie vengono a integrare la già ampia platea degli strumenti esistenti. Specularmente, l'attività definitoria tende a perdere la propria portata qualificatrice e, se di categoria si è parlato, questa deve intendersi "mobile". Date queste premesse, è possibile fissare solo dei tratti generali e alcune linee guida, premettendo la "ontologica" non esaustività delle definizioni di contratto derivato che verranno di seguito abbozzate.

In ambito economico, per contratto derivato viene generalmente indicato uno strumento finanziario (qui inteso nel senso più ampio del termine) i cui rendimenti e i cui valori sono derivati da un'altra attività, chiamata attività principale o sottostante (c.d. "*underlying*"). Quest'ultima può avere un'origine reale (una *commodity* ad esempio) o finanziaria (una valuta o un tasso di interesse). Le più comuni

fattispecie di contratto derivato impiegate dagli operatori sono il *forward* (contratto a termine), il *future* (variante del *forward*, impiegata nelle borse valori), lo *swap* (scambio di flussi monetari) nelle sue principali configurazioni su valute, tassi di interesse e indici azionari nonché l'*option* (diritto alla facoltà di acquistare – *call option* – o di vendere – *put option* – un'attività entro una determinata scadenza ad un prezzo determinato) [19].

Per chiarire il rapporto di derivazione intercorrente fra rendimenti del contratto derivato e quelli dell'attività sottostante si può ricorrere al noto concetto di "astrazione pura": «con tale locuzione si è inteso esprimere il principio di assoluta e permanente separazione fra entità fondamentale e contratto derivato [...] le vicende giuridiche che coinvolgono l'*underlying instrument* non reagiscono sulla disciplina dello strumento derivato» [20]. In altri termini, in nessun caso è possibile rinvenire un collegamento giuridico fra contratto derivato e relativo sottostante, essendo il secondo un mero parametro a cui è ancorato il rendimento del primo [21].

Questi contratti sono solitamente caratterizzati dal differimento temporale di almeno una delle prestazioni e la relativa esecuzione avviene frequentemente attraverso la liquidazione delle differenze dei rispettivi valori. Data la loro complessità, solitamente vengono stipulati con un intermediario abilitato ma non può essere esclusa la negoziazione di tali strumenti con un altro soggetto investitore; quotidianamente, vengono altresì utilizzati nelle transazioni interbancarie per la gestione dei differenti rischi finanziari assunti dagli istituti di credito.

La loro negoziazione può avvenire in mercati regolamentati ovvero non rego-

---

[19] ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, *Finanza Aziendale*, Bologna, 1997, p. 887 ss.

[20] GIRINO, *I contratti derivati 2*, Milano, 2010, pp. 242-243.

[21] Il rapporto tra contratto derivato ed entità fondamentale o *underlying* (beni, prezzi, tassi, valute, ecc.) non deve essere confuso con quello intercorrente fra contratto derivato ed eventuale operazione oggetto di copertura (qualora il derivato sia contratto con funzione di *hedging*): solo nel primo caso si può parlare di "astrazione" mentre nel secondo non si ha astrazione, bensì, si ha un vero e proprio collegamento se non sul piano giuridico, sicuramente su quello economico. Parla di derivato "conservativo" e di "collegamento negoziale" intercorrente fra derivato e operazione oggetto di protezione ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, cit., p. 106 ss., il quale, allo stesso tempo, sembra confondere il concetto di "astrattezza pura" di cui s'è detto estendendolo erroneamente anche al rapporto intercorrente con l'operazione oggetto di protezione; ma come afferma lo stesso Autore, il rapporto tra derivato e quest'ultima, determina la "causalità" anziché l'astrattezza del contratto derivato di tipo "conservativo".

lamentati (c.d. negoziazione *over the counter* o, che dir si voglia, OTC) ed è questa la prima, fondamentale, distinzione [22]: i derivati negoziati sui mercati regolamentati, al fine di una più sicura ed efficiente circolazione, vengono standardizzati e prendono il nome di "derivati uniformi"; i derivati OTC, viceversa, sono negoziati senza l'intermediazione di un mercato che internalizzi gli ordini di acquisto con quelli di vendita e, quindi, le transazioni avvengono qui in contropartita diretta fra le parti contraenti: non avendo vincoli dettati dalla negoziazione in un mercato regolamentato, la forma, la struttura e il loro contenuto sono liberi e, solo se vengono negoziati tra un intermediario finanziario abilitato e un soggetto investitore nell'ambito della prestazione di un'attività o di un servizio di investimento, devono rispettare le prescrizioni di forma, di contenuto, di condotta dell'intermediario e di informazione al cliente dettate dal *Testo unico finanziario* e dalle relative disposizioni regolamentari.

Le differenti fattispecie di contratto derivato possono essere sostanzialmente ricondotte ai seguenti cinque prototipi: 1) lo *swap* di pagamenti (ad es.: *interest rate swap*; *interest rate and currency swap*); 2) il contratto differenziale semplice (ad es.: *domestic currency swap*; *financial future* su azioni); 3) i contratti derivati a premio (ad es.: *credit default swap*; *interest rate option*); 4) il contratto derivato con schema tipico della compravendita (ad es.: *financial future* su titoli obbligazionari); 5) il contratto di opzione (ad es.: *equity option*). Tutti i contratti riconducibili a questi cinque prototipi sono negozi consensuali, ad effetti obbligatori e a titolo oneroso [23]. La forma scritta è richiesta, a pena di nullità relativa [24], solo nell'ambito della prestazione di servizi e attività di investimento [25] (art. 23 Tuf).

Questo tipo di derivazione non è riferibile, nemmeno per analogia, alla nozio-

---

[22] GIRINO, *I contratti derivati 2*, cit., p. 146.

[23] CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011, p. 631 ss.

[24] La nullità del contratto è, in questo caso, relativa in quanto, oltre a poter essere rilevata d'ufficio dal giudice, può essere efficacemente invocata solo dal soggetto investitore, mentre, all'opposto, tale diritto è precluso all'intermediario finanziario (cfr. art. 23, co. 3, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58; cfr., in materia di contratti bancari, l'analoga disposizione contenuta nell'art. 127, co. 4, d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385).

[25] Servizi e attività il cui esercizio professionale nei confronti del pubblico è riservato alle imprese di investimento ed alle banche (art. 18 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58).

ne di "contratto derivato" utilizzato dalla dottrina civilistica italiana [26]: quest'ultima, pur godendo dello stesso *nomen*, regola piuttosto i casi di subcontratto (subappalto, sublocazione, subaffitto, ecc.) e quindi di contratto che discende e dipende da un altro negozio concluso separatamente [27].

Non devono inoltre confondersi le definizioni di contratto derivato, riconducibile ai cinque prototipi sopramenzionati, con quella di "strumenti finanziari derivati" di cui all'art. 1 del Tuf e con la disciplina ad essi riservata; occorre infatti tenere presente che la definizione legislativa particolare riprende, ancorché con opzione di periodica integrazione dell'elenco da parte del Ministero delle Economie e delle Finanze, solo alcuni contratti derivati attualmente presenti nei mercati finanziari. Quindi, non tutti i contratti derivati sono anche strumenti finanziari derivati; nemmeno vale il contrario: l'enunciazione particolare presente all'art. 1 del Tuf comprende anche alcuni contratti tecnicamente non riconducibili ai cinque prototipi menzionati [28].

Tanto per gli intermediari (imprese di investimento e banche) che per i loro clienti (non sempre veri e propri "investitori", come invece tendono a definirli uniformemente, al di là del concreto intento soggettivo, la normativa settoriale del Tuf e dei relativi regolamenti attuativi [29]), i contratti derivati possono essere utilizzati con finalità di protezione (potremmo dire "para-assicurativa") per coprire esposizioni di rischio preesistenti (operazioni c.d. "di *hedging*") ovvero per prendere deliberatamente delle posizioni di puro rischio, effettuando quindi, con il medesimo strumento contrattuale, un'operazione di tipo speculativo (attività c.d. "di *trading*") [30].

---

[26] MESSINEO, voce *Contratto derivato-subcontratto*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1962, p. 80 ss.

[27] CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 3.

[28] CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 637.

[29] Riguardo a tale polisemia e alle possibili differenti implicazioni ravvisabili nei termini «investitore», «risparmiatore» e «cliente» si rimanda a LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011, p. 11 (e, in particolare, nt. 20 e relativi riferimenti dottrinari); nel testo, per semplicità, poiché non si tratterà specificamente degli obblighi informativi che gravano in capo all'intermediario, si farà indistintamente riferimento a tali sostantivi per indicare la parte che beneficia del servizio di investimento reso dall'intermediario finanziario.

[30] Ad es., gli *interest rate swaps* possono, e solitamente vengono, utilizzati come strumento di protezione: l'obiettivo è quello di trasformare l'effetto portato da operazioni commerciali, bancarie

Proprio tale intento di pura speculazione ha fatto ipotizzare l'applicazione a tali contratti della disciplina delle obbligazioni naturali (art. 1933 c.c.): vero è che l'esclusione di tale disciplina è esplicitamente prevista per tutti quei contratti rientranti nella definizione di «strumento finanziario derivato» tutte le volte in cui vengono negoziati nell'ambito della prestazione di un servizio o di una attività di investimento (art. 23, co. 5, Tuf) e vero è, altresì, che al di fuori di tale contesto non sembra possibile un'applicazione generalizzata ai derivati della mancanza di azione in giudizio *ex* art. 1933 c.c. se non altro perché non tutti i contratti derivati sono anche contratti aleatori e la disposizione contenuta nell'art. 1933 c.c. non sembra applicabile ai contratti commutativi, tradizionalmente affrancati da un profilo di puro rischio [31]; la tesi secondo la quale i contratti derivati aleatori, in quanto atipici, una volta superato il vaglio di meritevolezza degli interessi perseguiti, godono di piena tutela da parte dell'ordinamento giuridico [32] non è però pacifica

---

ovvero finanziarie (e possono essere tanto passività che attività) attesi in un certo istante, modificando la posizione di rischio su tasso di interesse in essere: cfr., per un'analisi tecnica, il noto HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano-Torino, 2012, p. 162.

[31] Ancorché non sia «nemmeno vero che questa incertezza sia minore nei contratti detti commutativi di quanto non sia nei contratti aleatori; è anzi esattamente prevedibile l'entità massima del sacrificio nel gioco a testa e croce; non è invece prevedibile l'entità massima del sacrificio in qualunque vendita a termine o in qualunque contratto di somministrazione a prezzo determinato. Non è nemmeno esatto che il contratto commutativo sia di per sé meno rischioso di quello aleatorio, se col termine "rischio" si fa capo alla probabilità di una perdita superiore a quella prevedibile nel momento della conclusione del contratto: è probabilmente meno rischioso concludere un contratto di rendita vitalizia di quanto non sia comprare materia prima o articoli di moda o impianti industriali. A rigore anzi proprio quell'alea che si adduce per caratterizzare i contratti aleatori (per es. la durata della vita umana) è quella che […] è più esattamente calcolabile»: ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *BBTC*, 1958, 1, pp. 438-439.

[32] BALESTRA, *Le obbligazioni naturali*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, diretto da Cicu e Messineo, XLVIII, Milano, 2004, p. 226, ravvisa nell'art. 23, co. 5, Tuf un principio generale applicabile anche al di fuori della prestazione di un servizio o di un'attività di investimento (ipotesi peraltro residuale rispetto alla contrattazione ordinaria che interviene invece con un intermediario finanziario come controparte): «al di fuori dei casi espressamente previsti dalla legge, il contratto atipico deve essere giudicato unicamente nell'ambito dell'alternativa meritevolezza (piena tutela giuridica) non meritevolezza (negazione della tutela), non essendo possibile introdurre soluzioni intermedie come quella che l'art. 1933 c.c. prevede, senza possibilità di estensioni, soltanto con riguardo al tipo giuoco o scommessa». Lo *swap* speculativo può ben essere distinto dalla scommessa, poiché nei contratti *de quo* «l'elemento ludico necessario per poter parlare di scommessa, manca assolutamente […] sul piano aggregato [lo *swap*] svolge l'ulteriore funzione di creare precisi riferimenti in relazione all'andamento dei parametri oggetto [di tale contratto] (i tassi di interesse, i tassi di cambio, le merci, gli indici). Può dirsi pertanto che il contratto di *swap*, al contrario della scommessa,

[33]: affrontando la questione dell'aleatorietà del contratto è stata fatta distinzione tra la natura di scommessa di un accordo (in sé soggetta alla mancanza di azione prevista dall'art. 1933 c.c.) e la possibile – ma non necessaria – applicazione della disciplina delle obbligazioni naturali (disapplicabile da parte di una norma positiva): così, si è detto, il derivato "speculativo", sarebbe una scommessa legalmente autorizzata [34].

---

produce ricchezza e rientra comunque, ossia a prescindere dai "motivi" che i singoli contraenti intendano perseguire, nell'area del lavoro, piuttosto che in quella del passatempo»: AGOSTINELLI, *Le operazioni di* swap *e la struttura contrattuale sottostante*, in *BBTC*, 1997, 1, p. 112 ss. Degna di nota è anche l'osservazione per cui, se la natura di "scommessa" deve identificarsi con la forte inclinazione al "rischio", non si spiegherebbe perché contratti commutativi dall'elevato livello di rischio (come un contratto a termine di borsa ovvero, in periodi di forte volatilità dei valori di mercato, su merci, i quali possono portare con sé un livello di incertezza assai più marcato di molti contratti derivati) siano del tutto svincolati dall'eccezione di giuoco: v. ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., p. 438-439. In realtà, occorre interrogarsi maggiormente sulle avanzate caratteristiche meritorie del derivato speculativo: esso si basa sulla "finzione" (scambio di valori ipotetico) e, tutte le volte in cui sia negoziato su un mercato non regolamentato, quindi non diffuso e "impermeabile" ai risultati di altre transazioni, non è affatto detto che abbia la capacità di "creare precisi riferimenti" nei valori sottostanti oppure di favorire la "liquidità" dei mercati: cfr. sul punto la netta critica di BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale – I – L'"azzardo" oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contr. imp.*, 2014, 3, p. 582: «non solo non sono in grado di influire sui mercati reali (stabilizzandoli, ecc.), ma, soprattutto, se presi in considerazione da tali mercati, rischierebbero di offrire scenari del consumo e/o del commercio e/o della produzione gravemente (anzi è probabile: disastrosamente) distorsivi».

[33] «La distinzione fra scopo di copertura e scopo di speculazione è semplicistica, e non considera la vera natura di qualsiasi *interest rate swap*, che è quella di una scommessa – autorizzata, ai sensi dell'art. 1935 cod.civ., in forza del richiamo di cui all'art. 1 Tuf, quantomeno allorché non presenta accentuati scostamenti dalle fattispecie socialmente tipizzate»: così MAFFEIS, *La causa del contratto di* interest rate swap *e i costi impliciti*, febbraio 2013, in *Dirittobancario.it*, p. 2, con argomentazione applicabile anche ad altri contratti derivati differenti dell'*interest rate swap*. Cfr. anche GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, cit., p. 1133 ss.,, la cui riflessione trae origine da due pronunce emesse – ancorché nel periodo antecedente alla vigenza dell'art. 18, co. 4, del decreto Eurosim (d.lgs. 23 luglio 1996, n. 145), padre dell'analogo art. 23, co. 5, Tuf, di cui sopra – dal Tribunale di Milano (ID., 26 maggio 1994; ID., 24 novembre 1993, entrambe in *BBTC*, 1995, 2, p. 80 ss., con nota di PERRONE) che hanno negato azione ai crediti derivanti da due *swaps* conclusi con finalità speculative.

[34] «La circostanza che l'art. 23, co. 5, Tuf richiami l'art. 1933 cod.civ. per escludere l'applicazione della – assai scarna – disciplina da esso recata non smentisce, bensì conferma l'assunto: difatti, in tanto il richiamo dell'art. 23, co. 5, Tuf, laddove esclude l'applicazione ai "derivati" della regola della "mancanza di azione", ha un significato, in quanto il legislatore muova dal presupposto che la natura giuridica del derivato potrebbe comportare l'applicazione di quel tratto di disciplina, il che significa che ha la natura giuridica di una scommessa. Del resto, è perfettamente noto che la genesi storica dell'art. 23, co. 5, Tuf è identificabile, come spesso accade, ad

Tornando alla definizione dei tratti generali dello *swap*, il termine deriva dalla lingua inglese e significa letteralmente "scambio" o "baratto". Nel linguaggio economico-finanziario questo termine è utilizzato proprio come sinonimo di scambio tanto che in prima battuta possiamo definire il contratto di *swap* come quell'accordo tra due controparti finalizzato allo scambio di flussi di cassa nel corso di un dato periodo futuro [35]. Queste figure contrattuali, nate all'inizio degli anni ottanta del secolo scorso, godono di un'enorme flessibilità e di un campo di applicazione vastissimo, tanto nei mercati regolamentati che in quelli *over the counter* [36]. Le principali macrocategorie sono costituite, in ragione delle differenti attività ad essi sottostanti, dagli *swap* su valute e dagli *swap* su tassi di interesse [37].

---

un'esigenza estemporanea di contrastare una corrente giurisprudenziale, che applicava agli swap l'eccezione di gioco, ciò che invece va escluso del tutto a prescindere dalla previsione dell'art. 23, co. 5, Tuf, sulla scorta della considerazione che l'art. 1933 cod. civ. si applica alla figura – residuale – della scommessa c.d. tollerata, mentre non si applica per definizione alla scommessa autorizzata»: MAFFEIS, *La causa del contratto di* interest rate swap *e i costi impliciti*, cit., p. 4, nota 6; ancora più interessante è la rilettura sistematica dell'art. 23, co. 5, Tuf di Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Iusexplorer.it*, secondo cui «l'inapplicabilità dell'art. 1933 c.c. nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento concernente gli strumenti finanziari derivati, disposta dall'art. 18, co. 4, del d.lgs. n. 415/96 [analoga a quella del citato art. 23, co. 5, Tuf] sta proprio a significare che l'attività degli intermediari finanziari non è assimilabile all'attività di una casa da gioco autorizzata e ciò proprio per l'esistenza di dettagliate disposizioni normative che impongono all'intermediario finanziario di comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati».

[35] HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, cit., p. 169; WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, 2003, Milano, p. 274; ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, *Finanza Aziendale*, cit., p. 920.

[36] HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, cit., p. 159; WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., p. 274.

[37] Se vi è uniformità di classificazione fra queste due macro-categorie e, sostanzialmente, nella qualificazione delle sottocategorie, non altrettanto può dirsi della definizione e della ricostruzione normativa di questo contratto; qui si seguirà a sommi capi la ricostruzione effettuata da CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 32 ss. (che forse più di tutti ha indagato, pur "da giurista", il lato tecnico di tali strumenti) ma la letteratura in argomento è costellata da svariati contributi, talora anche significativamente differenti; tra i tanti, senza pretesa di esaustività: AGOSTINELLI, *Le operazioni di* swap *e la struttura contrattuale sottostante*, cit., p. 112 ss.; BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000, p. 231 ss.; COSSU, Domestic currency swap *e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, in *BBTC*, 2006, 2, p. 162 ss.; DE IULIIS, *Lo* swap *di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *BBTC*, 2004, 3, p. 391 ss.; GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 131 ss.; GIRINO, *I contratti derivati 2*, cit., p. 102 ss.; INZITARI, *Il contratto di* swap, in *I contratti dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da Galgano, III, Torino, 1995, p. 2441 ss.;

Il primo tipo di *swap* su valute è, per ordine di apparizione, il *domestic swap* o *domestic currency swap* (Cs): questo contratto – nato nel vigore delle restrizioni valutarie presenti in Italia nel corso degli anni ottanta al fine di realizzare lecitamente le, allora vietate, compravendite a termine su cambi – prevede l'impegno di due parti [38], a corrispondersi reciprocamente, entro una data prefissata, un importo denominato in una determinata valuta (supponiamo in Euro) pari alla differenza fra a) il controvalore in Euro di una somma in valuta estera alla data della conclusione del contratto e b) il controvalore in Euro della stessa somma di valuta estera alla scadenza stabilita. La valuta funge quindi da semplice parametro di calcolo e la liquidazione delle reciproche posizioni monetarie viene regolata in genere per differenza attraverso un unico pagamento, secondo la scadenza dedotta in contratto.

Un secondo tipo di *swap* legato all'andamento dei mercati valutari è costituito dall'*interest rate and currency swap* (Ircs) – nato per eludere le restrizioni valutarie vigenti nel Regno Unito sul finire degli anni settanta – vale a dire quel contratto in forza del quale due parti si obbligano reciprocamente: a) ad eseguire fisicamente o solo virtualmente uno scambio iniziale di due capitali denominati in divise differenti ma di equivalente valore economico; b) ad effettuare dei pagamenti

---

PAGNONI, *Contratti di* swap, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, II, Torino, 2004, p. 1077 ss.; PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Dir. comm. internaz.*, 1999, I, pp. 63 ss.; RACUGNO, *Lo* swap, in *BBTC*, 2010, 1, p. 39 ss.

[38] Esposte in genere a preesistenti posizioni su cambi uguali ma opposte; è il caso molto scolastico – in cui, per semplicità, viene trascurata l'intermediazione dall'impresa di investimento – di: a) una parte, esportatrice nazionale, che fornisce beni o servizi supponiamo in USA, a cui verrà corrisposto, ad una certa scadenza, il prezzo della fornitura in valuta estera per un importo pari, ad esempio, a 100.000 Dollari statunitensi; b) un'altra parte, importatrice nazionale, che acquista beni e servizi dagli USA e che dovrà corrispondere, alla medesima scadenza, il corrispettivo della fornitura per un importo anch'esso pari, supponiamo, a 100.000 Dollari statunitensi. Il fatto che le prestazioni dei due differenti contratti di esportazione e importazione siano differite e denominate nella medesima valuta estera, potrebbe comportare per esportatore ed importatore – nell'ipotesi che la valuta nazionale, nel corso del periodo di dilazione del pagamento, si sia nel frattempo deprezzata rispetto a quella estera – alla realizzazione, rispettivamente, di una perdita e di un guadagno su cambi. Viceversa in caso di apprezzamento della valuta nazionale. Quindi, stipulando un *currency swap*, le preesistenti posizioni sulla valuta straniera dei due contraenti sono di fatto invertite e le conseguenze valutarie dei contratti commerciali sono neutralizzate con l'effetto di sterilizzare altresì i possibili svantaggi e, si badi, anche i possibili vantaggi – ed anzi ciò che sarà tanto più vantaggioso per una parte lo sarà tanto meno per l'altra – derivanti dall'esposizione al rischio di variazione del tasso di cambio.

periodici, denominati nelle divise ricevute inizialmente, relativi al conteggio degli interessi attivi (a tasso fisso o a tasso variabile); c) a restituire a scadenza il capitale inizialmente ricevuto se lo scambio iniziale è avvenuto fisicamente ovvero a compensare le relative partite se lo scambio è stato solo fittizio. La flessibilità di questo contratto è evidente nelle sue più comuni varianti: *annuity swap*, nel caso manchino entrambi gli scambi di capitale iniziale e finale e il contratto si risolva quindi nello scambio di pagamenti periodici; *zero coupon swap*, se una delle parti è tenuta ad effettuare solamente uno scambio iniziale ed uno finale senza dover corrispondere periodicamente gli interessi maturati (questi verranno quindi pagati da una delle parti all'altra in modo anticipato o posticipato in sede di regolazione del capitale iniziale ovvero finale); *double zero coupon swap* quando entrambe le parti non sono tenute al regolamento di alcun pagamento periodico (interessi pagati anticipatamente ovvero posticipatamente da entrambe le parti).

Lo *swap* regolato unicamente sulla base dell'andamento dei tassi di interesse prende invece il nome di *interest rate swap* (Irs) e si differenzia del precedente (Ircs) per il fatto che le prestazioni sono denominate nella medesima divisa e per l'assenza degli scambi reciproci di capitale iniziale e finale; gli scambi periodici di capitale e interessi possono essere effettuati fisicamente anche se generalmente vengono regolati per differenza. Questo contratto è costruito per sfruttare la diversa capacità di accesso al mercato dei tassi di interesse che i soggetti economici posseggono [39]. Le parti di un Irs convengono infatti di scambiare periodicamente delle somme calcolate come interessi su un predeterminato capitale nominale (detto "capitale nozionale"), la cui unica funzione è di fungere da base di calcolo per la liquidazione dei flussi di cassa periodici. L'elemento essenziale di un Irs è la

[39] Il mercato del credito presenta infatti differenti tipologie di investitori tra cui, principalmente, istituti bancari ovvero investitori istituzionali (assicurazioni, fondi comuni, ecc.); i primi, in ragione della specifica attività esercitata e della raccolta di risparmio costituita principalmente su base variabile, preferiscono investire in attività più rischiose e remunerative (ad esempio: società con *rating* non primario) offrendo di norma prestiti a tasso variabile; i secondi, viceversa, preferiscono impiegare la loro liquidità in attività meno rischiose e con una remunerazione su base fissa. In ragione degli equilibri di mercato e della maggiore quantità di denaro offerta dagli investitori istituzionali, due società con *rating* (merito di credito) differente possono quindi emettere obbligazioni o contrarre prestiti al tipo di tasso (fisso o variabile) più conveniente sul loro mercato e, in un secondo momento, scambiarsi reciprocamente le posizioni su tassi ottimizzando, entrambi, i costi dell'indebitamento: sul punto v. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 41 ss.

differente modalità di pagamento degli interessi: così le parti possono sottoscrivere, come nella maggioranza dei casi avviene, un *fixed-floating* Irs (*swap* fra un tasso di interesse fisso e uno variabile) in cui i tassi di interesse su cui insiste il capitale nozionale sono uno fisso e l'altro variabile e i relativi flussi di pagamento consisteranno nello scambio fra (o nella compensazione di) un pagamento periodico predeterminato, e quindi certo nel suo ammontare quantitativo, e uno solamente determinabile e quindi fondamentalmente incerto sino a scadenza; le parti possono altresì sottoscrivere un *floating-floating* Irs (*swap* fra due tassi di interesse variabili) in cui entrambe le prestazioni, in quanto collegate alla fluttuazione dei tassi, in genere fra loro differenti, sono temporaneamente indeterminate e quindi soggette a variazioni quantitative del loro importo; infine, la terza sottocategoria di Irs che qui si propone, ancorché di non frequente utilizzazione, è il *fixed-fixed* Irs (*swap* fra due tassi di interesse fissi) vale a dire uno *swap* in cui lo scambio periodico si risolve in pagamenti entrambi certi e predeterminati nel loro ammontare, calcolati sulla base di due tassi fissi tra loro differenti. La diversa modalità di pagamento degli interessi periodici può essere realizzata anche attraverso la sottoscrizione di un *floating-floating* Irs ovvero di un *fixed-fixed* Irs in cui le relative prestazioni sono calcolate sulla base del medesimo tasso di interesse (rispettivamente variabile o fisso), purché sia garantito il differimento temporale dei flussi di pagamento periodici e, quindi, che questi non abbiano la medesima scadenza. Viceversa, non si darebbe luogo ad un Irs ma ad un contratto economicamente neutro, privo di causa e quindi inefficace tanto in senso economico che giuridico.

Ognuno di questi *swaps*, riprendendo l'analogo discorso fatto in generale per i contratti derivati, può essere utilizzato per coprire esposizioni di rischio preesistenti (attività di copertura o di *hedging*) ovvero per prendere deliberatamente delle operazioni di rischio (attività speculative o di *trading*) ovvero, ancora, per sfruttare le asimmetrie presenti in mercati differenti (attività di arbitraggio). L'esempio più comune di utilizzo a fini di copertura di uno *swap* su tassi di interesse è quello della parte mutuataria di un contratto di mutuo con quota interessi indicizzata al tasso variabile (supponiamo il semplice e frequente caso di un contratto a medio-

lunga scadenza con piano di ammortamento indicizzato ad un tasso variabile – in genere l'Euribor o il Libor – maggiorato dello *spread* da riconoscere alla banca): egli può proteggersi da un possibile rialzo dei tassi di interesse (supponiamo il parametro Euribor a cui viene indicizzato l'importo da corrispondere a titolo di interesse alla parte mutuante) concludendo *a latere* un *fixed-floating* Irs parametrato al medesimo tasso di interesse variabile previsto dal contratto di mutuo (nel caso, sempre l'Euribor), con capitale nozionale pari al debito residuo determinato secondo il piano di ammortamento del mutuo, nonché avente medesima scadenza e capitalizzazione periodica dei pagamenti dell'operazione oggetto di copertura.

Così, il mutuatario che teme che in futuro (e cioè nel corso del periodo di ammortamento del proprio debito) si possa verificare un sensibile rialzo dei tassi di interesse interbancari, potrà neutralizzare, attraverso lo *swap*, l'aumento dell'importo della rata del mutuo causato dall'incremento della quota interessi: egli sarà sempre obbligato a corrispondere l'originaria rata periodica (in misura variabile), ma i maggiori flussi in uscita a titolo di interessi del mutuo, conseguenti all'incremento del tasso di interesse, saranno compensati da un flusso in entrata di pari importo derivante dall'Irs; il mutuatario, contemporaneamente parte del mutuo e dell'Irs, quindi, sopporterà il flusso di cassa in uscita dell'Irs pagando un importo periodico (fisso) per tutta la durata dello *swap* (supposta pari alla durata del mutuo). Il costo globale a carico del mutuatario dell'operazione complessivamente considerata sarà quindi pari al flusso di cassa in uscita (costante) derivante dall'Irs più la parte di interesse calcolata sullo *spread* da riconoscere alla banca quale parte componente dell'interesse sul mutuo: a giochi fatti, la sua posizione netta sarà del tutto analoga a quella di un mutuatario a tasso fisso. Viceversa, qualora l'aumento dei tassi non si verifichi ed anzi questi diminuiscano, sottoscrivendo l'Irs egli rinuncerà – alla stregua del mutuatario a tasso fisso – al vantaggio economico che deriverà dal pagamento di una rata del mutuo (più bassa) indicizzata al tasso variabile. Ciò in linea generale e con fini meramente esemplificativi: nella realtà, lo scambio dei flussi dell'Irs avviene generalmente attraverso la liquidazione delle differenze del loro valore. Lo scopo economico dell'"investitore" (che in tale operazione non "investe" nulla, anzi, vuole solo stabilizzare i flussi fi-

nanziari futuri derivanti dai propri obblighi di pagamento e, quindi, non compie alcuna attività speculativa in senso stretto [40]) è, pertanto, quella di ottenere dalle due operazioni complessivamente considerate (mutuo a tasso variabile e Irs) un *tasso sintetico* fisso (e quindi una rata del rimborso del mutuo di importo costante) neutralizzando il rischio derivante da ogni possibile variazione della quota interessi sul mutuo (sia essa a suo vantaggio che a suo svantaggio).

Quanto sinora detto vale per le costruzioni elementari di *swap* qui considerate (notoriamente chiamate *plain vanilla* [41]) e devono distinguersi dalle costruzioni più complesse, strutturate con molteplici sottostanti, con effetti moltiplicatori o contenenti al loro interno sottostrutture di altri contratti derivati come, ad esempio, le opzioni (queste caratteristiche sono presenti nei c.d. "titoli esotici" o "titoli sintetici") [42].

Tali costruzioni complesse di Irs, oltre a dimostrare la flessibilità dello strumento, non necessariamente devono essere considerate "speculative": la copertura, invece che essere specificamente riferita ad una sola operazione di finanziamento (come nel caso del singolo contratto di mutuo esposto nel testo) può riferirsi ad una moltitudine di operazioni in capo all'investitore (che possono essere anche molto differenti del semplice finanziamento bancario, come nel caso di emissione di obbligazioni; ovvero possono riguardare operazioni attive generanti specifici rischi) e l'Irs, in tale caso, può contenere al suo interno uno o più componenti (barriere, opzioni, moltiplicatori, ecc.) idonei a replicare, totalmente o parzialmente, con segno contrario, l'insieme aggregato delle operazioni oggetto di

---

[40] Non è di quest'avviso LENER-LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi:* disclosure *in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *BBTC*, 2012, 4, p. 369 ss.: «l'investitore può stipulare un contratto derivato *anche* (o *principalmente*) con finalità di copertura di un rischio, ma l'intento speculativo è comunque sempre presente»; l'affermazione è da contestualizzare: l'intento speculativo sta, nel caso della finalità di copertura (totale o parziale), nella riduzione del costo correlato al finanziamento (che sottintende, in caso favorevole, un guadagno netto e quindi una sorta di "arricchimento" che l'alternativa ha permesso di generare) e, in tali termini, si ha quindi "speculazione", anche se non in senso proprio. Qui si utilizzerà principalmente il termine "speculazione" piuttosto con il significato (non di gestione o minimizzazione di un onere ma) di attività indirizzata a conseguire un ricavo a prescindere dalla sussistenza di un rischio preesistente.

[41] HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, cit., p. 159.

[42] ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, *Finanza Aziendale*, cit., p. 924.

copertura. In finanza, la copertura può infatti essere di tipo statico (detta anche "a manutenzione zero") o dinamico (o a "*duration* identica") [43]: la strategia che prevede *duration* identica di una o più posizioni debitorie e dello *swap* di copertura "aggregato", non comporta necessariamente che il tasso, la scadenza e l'importo posti a base delle due operazioni siano tra loro identici, in quanto è sufficiente che le rispettive *duration* [44] siano tra loro identiche o quantomeno similari. Questo tipo di copertura, però, deve essere periodicamente monitorata e, in caso di sensibili variazioni del valore dei parametri di mercato (il tasso di interesse) i parametri dell'Irs devono essere congruamente modificati (è per questo che la copertura dinamica non è "a manutenzione zero" come invece quella statica): in questo caso, una variazione del tasso di interesse di mercato può determinare ripercussioni alquanto differenti sulle attività da proteggere e sull'Irs di copertura e l'iniziale profilo di protezione può venire meno in breve tempo.

---

[43] BREALEY-MYERS-ALLEN-SANDRI, *Principi di finanza aziendale*, 2015, p. 648. HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, cit., p. 102.: «se scelgono il portafoglio in modo che la *duration* dell'attivo sia pari alla *duration* del passivo, ossia se rendono nulla la *duration* netta, le istituzioni finanziarie risultano immunizzate rispetto ai piccoli spostamenti paralleli della *zero curve*. Restano comunque esposte al rischio di spostamenti paralleli di maggiore ampiezza e di spostamenti non paralleli. […] L'approssimazione basata sulla *duration* è valida solo per piccole variazioni dei tassi di rendimento».

[44] Vale a dire la durata media finanziaria, ossia quella misura della sensitività del prezzo di un'attività rispetto a variazioni del tasso di mercato, espressa nel numero medio pesato di periodi (espressi in anni, semestri, mesi, ecc.) fino all'ultimo flusso di cassa, i pesi essendo espressi dal valore attualizzato al tasso di rendimento alla scadenza di ciascun flusso di cassa, al netto dell'eventuale tassazione: cfr. BASSO-PIANCA, *Introduzione alla matematica finanziaria,* Padova, 2012, p. 114; HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, cit., p. 95: «la "durata finanziaria" (*duration*) di un'obbligazione misura il tempo che il portatore di un titolo deve attendere, in media, prima di ricevere capitale e interessi» che sviluppa il concetto estedendolo alla *duration* di un portafoglio di obbligazioni come «media ponderata delle *durations* dei singoli titoli, con pesi pari alla quota del valore attuale del portafoglio rappresentata da ciascun titolo» (ID., *op. cit.*, p. 101). Che detta così sembra voler dir poco, ma tale misura permette di estrapolare un valore che permette di confrontare attività tra loro anche molto differenti (ad es. con flussi di cassa differenti nel loro importo e nella loro scadenza temporale, di qui il "peso" da attribuire ad ogni flusso): in finanza, infatti, due postulati basilari dei regimi finanziari affermano che una medesima prestazione finanziaria $S > 0$ è preferibile al tempo t_1 invece che al tempo t_2 (se $t_1 < t_2$) e che ogni prestazione finanziaria S esigibile al tempo $\lim_{t \to +\infty}$ è equivalente ad una somma nulla al tempo t cfr. BASSO-PIANCA, *Introduzione alla matematica finanziaria,* cit., pp. 11-12; il che significa dare un valore economico non solo al valore assoluto dell'importo del flusso di cassa (più è e più vale se il flusso è a favore e più è meno vale qualora sia a sfavore) ma altresì al valore temporale della moneta (prima è e più vale con flusso a favore e prima è e meno vale in caso in di flusso di cassa negativo).

In un'ottica aggregata, merita attenzione anche il ruolo svolto dall'intermediario finanziario: questo soggetto, interponendosi generalmente fra i vari soggetti sottoscrittori di *swaps* (ma il discorso potrebbe essere esteso anche ad altre tipologie di contratto derivato), nello svolgimento della propria attività professionale, può incontrare degli operatori economici che presentano esigenze (per quel che ci riguarda, su tassi di interesse e valutari) uguali ed opposte; inoltre, se l'intermediario – in questa sua posizione di *market maker* [45] – è in grado di concludere un elevato numero di *swaps*, il rischio complessivo di "portafoglio" potrebbe essere compensato (totalmente o parzialmente) dalle varie partite, alla stregua della posizione assunta dell'impresa assicuratrice [46]. Ciò però non dia adito a fraintendimenti: generalmente, ogni contratto di *swap* sarà unico ed indipendente da quello degli altri operatori e il rischio di controparte sarà unicamente quello che vige in capo all'intermediario.

Date queste premesse, possiamo dare una nozione generale di questa figura contrattuale: «lo *swap* è il contratto in forza del quale le parti si obbligano ad eseguire reciprocamente dei pagamenti il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi» [47]; da questa definizione emergono pochi (ma ri-

---

[45] HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, cit., p. 164, afferma che nelle transazioni reali è assai improbabile che due soggetti "non finanziari" manifestino allo stesso tempo e nello stesso luogo esigenze identiche e di segno opposto e siano in grado di stipulare uno *swap* in contropartita diretta, come è altresì improbabile che questi due ipotetici soggetti investitori si rivolgano al medesimo intermediario per realizzare l'operazione: le istituzioni finanziarie agiscono quindi come *market makers* essendo disponibili ad entrare in uno *swap* senza avere uno *swap* di segno opposto con un altra controparte, creando e gestendo un magazzino *swap* al loro interno che l'intermediario, con tutta probabilità, da buon operatore professionale, gestirà in equilibrio finanziario ovvero in ottica di investimento, in relazione al più prevedibile (e profittevole) andamento dei tassi di interesse a scadenza.

[46] INZITARI, *Il contratto di* swap, cit., pp. 2448-2449: «l'intermediazione si realizza […] a livello se non macroeconomico per lo meno di massa attraverso quindi un bilanciamento del rischio derivante dal singolo contratto con l'insieme di attività […]. È evidente che l'intermediario finanziario a sua volta potrà svolgere efficacemente, e nell'osservanza dei principi di corretta gestione finanziaria, il proprio compito solo se riuscirà a comporre il proprio portafoglio di "ordini *swap*" equilibratamente, attraverso coefficienti di neutralizzazione complessiva dei rischi».

[47] CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 57. L'autore suggerisce però di distinguere l'analisi di Ircs e Irs da quella del Cs: quest'ultima avrebbe in comune con altri contratti noti con il termine *swap* soltanto il *nomen* tanto che la causa o la funzione tipica del Cs è diversa dai precedenti e consiste nella volontà delle parti di ridurre i rischi finanziari impliciti nella compravendita di divise derivanti dalla consegna o pagamento (*delivery risk*), oltre a ridurre i costi del

levanti) elementi costitutivi: a) il sinallagma fra le prestazioni, legando tra loro le prestazioni di pagamento, formalizza lo scambio dei pagamenti e distingue il contratto dalla combinazione di due mutui; lo *swap* è quindi un contratto a prestazioni corrispettive; b) la pluralità di pagamenti, spesso compensati attraverso la liquidazione delle differenze (*netting*); lo *swap* è quindi un contratto a titolo oneroso; c) la determinazione dei pagamenti sulla base di paramenti diversi (v. ad esempio *supra* in tema di Irs). A ciò si aggiunga che lo *swap*, come tutti i contratti derivati, è un contratto ad esecuzione differita (o a termine), consensuale e ad effetti obbligatori. È un contratto atipico in quanto privo di disciplina legislativa specifica [48]; tuttavia è un contratto nominato: ne ha fatto menzione per primo l'art. 1 lett. *g*) d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 (decreto Eurosim) che, oltre ad annoverarlo fra gli strumenti finanziari, gli ha dato una prima generica definizione [49], tanto che da essere definito un contratto (non tipico ma) "socialmente tipico" [50].

La liquidazione delle prestazioni a mezzo delle differenze dei loro valori a scadenza (c.d. "*netting*") non viene solitamente assunta ad elemento essenziale ovvero comune a tutta la categoria; pur essendo un'ipotesi frequente, in quanto una regolazione delle partite per differenza risulta più agevole ed immediata, fra le varie sottospecie di *swap* ne sono presenti alcune (vedi Ircs e in alcuni casi anche

---

regolamento delle prestazioni con pieno scambio: ID., *op. cit.*, p. 210 ss.; «lo scambio di bene contro prezzo (o di divisa estera contro euro) è esattamente quello che le parti non vogliono»: ID., *op. cit.*, p. 221.

[48] Invero una sorta di standardizzazione di tale figura contrattuale è fornita dall'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) che da svariati anni pubblica un *Master Agreement* che può essere utilizzato dagli operatori per regolare le successive negoziazioni in derivati: cfr. *www.isda.org* e GIRINO, *I contratti derivati 2*, cit., p. 487 ss. Il tentativo di standardizzazione sembra però riguardare solamente i derivati uniformi, mentre quelli negoziati in mercati OTC, per loro definizione non regolamentati, possono ricalcare, come no, gli elementi costitutivi del *Master Agreement* dell'ISDA.

[49] Secondo questa norma, sono strumenti finanziari, tra gli altri, i «contratti di scambio a pronti e a termine (*swaps*) su tassi di interesse, su valute, su merci nonché su indici azionari (*equity swaps*), anche quando l'esecuzione avvenga attraverso il pagamento di differenziali in contanti». Oggi, lo *swap* è da considerare strumento finanziario ai sensi dell'art. 1, co. 2, Tuf che ha abrogato parzialmente il citato decreto Eurosim.

[50] Tra i primi, Trib. Bari, 15 luglio 2010, in *Ilcaso.it*, lo definisce un «contratto nominato, ma atipico in quanto privo di disciplina legislativa (ovvero socialmente tipico)». Non è di questo avviso DE IULIIS, *Lo* swap *di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, cit., p. 391 ss., che nella frammentaria e scoordinata normativa dedicata allo *swap*, vede una disciplina legalmente tipica di questo contratto.

Irs con differenti scadenze periodiche dei reciproci pagamenti) per le quali l'esecuzione fisica delle prestazioni è addirittura più agevole di una regolazione per differenziali. La categoria del contratto di *swap* non sembra quindi essere integralmente ricompresa nella più ampia sfera dei contratti differenziali semplici [51] [52]. A ciò si aggiunga che quest'ultima pare trovare fondamento normativo unicamente in tema di compensazione (art. 1241 e ss.) [53]. È evidente che se un acco-

[51] Il contratto differenziale semplice, frutto dell'esperienza borsistica in tema di compravendita di titoli a termine, è il contratto in forza del quale le parti convengono, con una sola manifestazione di volontà, che il bene o l'attività oggetto di negoziazione (ad esempio: titoli scambiati su mercati regolamentati) non venga consegnato e che ne venga regolato il valore corrispettivo in un certo istante futuro, attraverso la previsione dell'obbligo, per una delle parti, di pagare all'altra la differenza (positiva o negativa) fra prezzo pattuito e valore di mercato del bene o dell'attività alla scadenza (nel caso: controvalore di mercato dei titoli a termine). Il contratto differenziale semplice si differenzia così dal contratto differenziale improprio e da quello proprio per il fatto di essere la sola fattispecie capace di trasformare la compravendita a termine in un unico e diverso contratto basato sulla liquidazione del valore economico differenziale delle prestazioni corrispettive. Sul punto v. CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 87 e BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 207 ss.

[52] Concordi con tale ricostruzione: CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 85 ss., che in verità imposta il suo ragionamento come un'assoluta eccezione della liquidazione delle differenze negli *swaps* non essendo sufficiente la contestuale maturazione e, quindi, la scadenza dei pagamenti periodici ma anche la previsione del medesimo giorno di pagamento oltreché la medesima denominazione della valuta delle prestazioni; AGOSTINELLI , *Le operazioni di* swap *e la struttura contrattuale sottostante*, cit., pp. 126-127; GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, cit., p. 131 ss.; INZITARI, *Il contratto di* swap, cit., p. 2465; PAGNONI, *Contratti di* swap, cit., p. 1086; PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, cit., p. 63 ss., addirittura afferma che «negli *swaps* la consegna dei titoli, delle valute, delle merci o dei flussi di denaro è elemento essenziale della fattispecie negoziale»; implicitamente Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, in *Iusexplorer.it*. *Contra*: RACUGNO, *Lo* swap, cit., p. 39 ss.; GIRINO, *I contratti derivati 2*, cit., pp. 16-17: «l'oggetto di un derivato è […] il differenziale prodotto dalla comparazione fra i due prezzi (alla stipula e alla scadenza). Ciò che le parti di un contratto derivato "comprano" non è il bene, bensì la "differenza di valore" […]. La peculiarità non può mettersi in discussione neppure in presenza di clausole di *delivery settlement* […] ossia clausole che contemplano la possibilità di adempimento mediante consegna dell'attività fondamentale (*underlying instrument*), in alternativa alla liquidazione del solo differenziale. Tale modalità esecutiva non immuta minimamente la reale struttura del negozio, posto che non incide sull'oggettiva finalità che il medesimo persegue. Nel derivato il fine dell'intesa resta pur sempre la percezione di una differenza di valore e non già l'apprensione dell'attività fondamentale»: tale ricostruzione non convince poiché in ogni attività economia il fine ultimo è il differenziale di valore (ad es., ogni attività con esecuzione differita di almeno una delle prestazioni corrispettive ovvero, in ottica più generale, quella di impresa) ma i singoli spostamenti di ricchezza non possono essere indistintamente legati l'un con l'altro sino a confonderli intrinsecamente con il differenziale del loro valore.

[53] Secondo INZITARI, *Il contratto di* swap, cit., p. 2465, la figura del contratto differenziale semplice «non trova alcuna considerazione positiva nell'ordinamento italiano mentre in quello te-

stamento dello *swap* al contratto differenziale semplice può essere astrattamente effettuato, questo giudizio può unicamente essere prospettato sulla scorta del concreto contratto stipulato.

Nello *swap*, i differenti parametri di calcolo delle prestazioni (tassi di interesse, di cambio, tempo dell'esecuzione delle prestazioni) consentono di identificare la causa in astratto nello scambio di pagamenti destinato alla gestione del rischio finanziario [54]. La funzione economico-sociale viene generalmente identificata nella gestione del rischio finanziario su tassi e valute – sia essa realizzata con finalità di copertura che a fini meramente speculativi o di arbitraggio – attraverso lo scambio di pagamenti (ovvero la regolazione per differenza dei flussi), consentendo un maggiore sviluppo dei commerci oltre ad una maggiore liquidità dei mercati finanziari stessi [55]. Tali considerazioni giustificherebbe di conseguenza la natura atipica dello *swap* e la meritevolezza degli interessi perseguiti con tale contratto (art. 1322, co. 2, c.c.) [56]. Già da questa breve disamina, la causa dello *swap*, pur identificandosi nello scambio reciproco di pagamenti, sembra essere fortemente influenzata dall'andamento dei parametri di calcolo presi a riferimento (attività sottostante).

Il valore intrinseco di uno *swap* (chiamato in svariati modi, alle volte con terminologia impropria: *fair value* o valore equo, *mark to market*, costo di sostituzione, ecc.) almeno nel momento della sua stipula, dovrebbe essere pari a zero, essendo i parametri a cui è ancorato lo strumento (i tassi di interesse fisso e/o variabile, a seconda del tipo di *swap*) fissati a valori di mercato, vale a dire in modo ta-

---

desco, il § 764 del BGB dedica una tutt'altro che marginale attenzione al *Differenzgeschaft*».

[54] CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 60. Si noti che il concetto di "gestione del rischio" non esaurisce il suo significato nella sola attività di copertura dello stesso, ma in quello più generale di sfruttamento della variabilità di valore dell'attività sottostante.

[55] CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, p. 59: «lo scopo tipico immanente (cioè la causa) del contratto di swap è lo *scambio di pagamenti*, il cui ammontare è determinato sulla base di parametri di riferimento diversi»; LENER-LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi*, cit., p. 369 ss. «la causa (astratta) […] viene individuata, sotto il profilo dello *swap*, nello scambio di due rischi connessi, riferiti a parametri sottostanti» a differenza, ad es., dell'opzione in cui è preminente «l'assunzione da parte di ciascun contraente del rischio di variazione del valore del sottostante, con alla fine lo scambio dei rischi secondo il valore del sottostante.

[56] In senso altamente critico v. BARCELLONA, *L'"azzardo" oltre la scommessa*, cit. p. 582; cfr. anche nota 33.

le che, almeno al momento in cui lo strumento prende vita, nessuno dei contraenti parta sfavorito [57]. Molto spesso, però, ciò non si verifica, almeno quando il contratto viene negoziato in contropartita diretta con un intermediario finanziario, a causa delle asimmetrie informative che intercorrono fra i contraenti ovvero per la presenza di costi di transazione imposti dall'intermediario solitamente inglobati nel prezzo dello stesso strumento (c.d. "costi impliciti" che, se non correttamente divulgati al cliente, prendono il nome di "commissioni occulte") [58]. Tale valore viene calcolato in un momento anteriore alla scadenza finale del derivato (ad es. in fase di stipula, di monitoraggio periodico, di rinegoziazione ovvero di estinzione anticipata) ed è uno dei punti più dolenti di tale figura contrattuale, suscitando non poche polemiche, stante la sua la sua ontologica indeterminatezza – molte volte, la sua assoluta indeterminabilità – ovvero perché occultante dei costi implicitamente fatti confluire nel derivato predisposto, già in origine, squilibrato a sfavore di una delle parti (in genere l'investitore poco o tanto ignaro della loro presenza) [59].

Può verificarsi altresì che lo *swap* sia congegnato in modo tale che, già al momento della sua stipula, possegga un valore negativo per una delle parti (*mark to market* negativo iniziale), ma che alla parte su cui grava *ab origine* il risultato negativo dello strumento venga corrisposta dall'altra parte un importo a titolo di

---

[57] Reg. Consob, 1 luglio 1998, n. 11522, Allegato 3, paragrafo 4, parte B: «alla stipula del contratto, il valore di uno *swap* è sempre nullo ma esso può assumere rapidamente un valore negativo (o positivo) a seconda di come si muove il parametro a cui è collegato il contratto»; in tal senso anche in finanza, ancorché molto scolasticamente: WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., p. 279.

[58] Circolare ABI – Serie Tecnica n. 39 del 7 agosto 2009, *Linee guida validate dalla Consob – 5 agosto 2009. Linee guida interassociative per l'applicazione delle misure Consob di livello 3 in tema di strumenti finanziari illiquidi*; CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, *Livello 3 – Regolamento Intermediari – Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*; DI VINCENZO, *Stipula di uno swap: l'intermediario ha diritto al compenso?*, Giugno 2013, in *Dirittobancario.it*.

[59] V., ad es., proprio in materia di *swaps*: App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, in *Ilcaso.it*; App. Milano, 11 novembre 2015, n. 4303, in *Ilcaso.it*; Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *Ilcaso.it*; MAFFEIS, *Costi impliciti nell'*interest rate swap, in *Giur. comm.*, 2013, 3, p. 648 ss.; MANTOVANO, Mark to Market*, danno e truffa contrattuale al vaglio della Corte di Cassazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2012, 1, p. 363 ss. Cfr. sulla nozione di *mark to market* anche le recenti Cass., 11 maggio 2016, n. 9644 e Cass., 8 luglio 2016, n. 14059, in *Iusexplorer.it*, in materia di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

up-front a titolo indennitario.

La "patologia", in quest'ultimo caso – del tutto analogo a quello in cui l'investitore negozia uno *swap* già in origine portante un valore negativo a suo sfavore *senza* erogazione di alcun *up-front* – risiede nel fatto che il valore dell'*up-front* corrisposto all'investitore, solitamente, ha un valore sensibilmente inferiore al valore negativo dello *swap* negoziato [60], e che l'unico fine di tale negoziazione, molto spesso, incontri la volontà di occultare una rinegoziazione tesa a procrastinare le perdite (*mark to* market negativo) di un precedente *swap* anticipatamente concluso [61].

La valutazione di un *interest rate swap* al tempo *t* (che, in quanto derivato OTC, non possiede una quotazione di mercato non essendo scambiato su una borsa valori o su un altro tipo di mercato regolamentato), intuitivamente, si effettua attualizzando, ad un determinato tasso di sconto, i flussi di cassa prospettici ovvero il loro differenziale di valore ragionevolmente prevedibili. Per i *fixed-fixed* Irs, l'unica variabile è il tasso di sconto a cui attualizzare i flussi futuri: si possono utilizzare a tal fine uno o più tassi di interesse che rispecchino un tasso medio di mercato. I flussi di cassa differenziali o, se si ragiona per singolo flusso, il flusso ancorato al parametro variabile [62], di un *fixed-floating* o di un *floating-floating* Irs, viceversa, sono – si potrebbe dire ontologicamente, considerata la finalità del contratto – indeterminati al momento della valutazione del contratto al tempo *t* e suscettibili solo di loro stima: ciò che le parti vogliono dallo strumento è proprio l'adeguamento di almeno un flusso periodico all'oscillazione di un tasso variabile

---

[60] MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *BBTC*, 2010, 6, p. 779 ss.

[61] Tale operazione di rinegoziazione o rimodulazione (*unwinding*) può essere ripetuta svariate volte, attraverso, la continua predisposizione di contratti sempre più onerosi, in quanto comprendenti al loro interno perdite (e commissioni) sempre maggiori: cfr. ad. es. MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, cit., p. 779 ss., nota 40: «i contratti di Irs, via via oggetto di rinegoziazione, "veniva(no) costruit(i) affinché la banca potesse recuperare la perdita del contratto (precedente) non addebitata alla chiusura anticipata dello stesso (…)": Trib. Torino, 18 settembre 2007, in *www.il caso.it*.»

[62] Tali flussi, se il contratto prevede una regolazione non per differenziali ovvero, se si preferisce per chiarezza espositiva, distinguere le due componenti del differenziale periodico, sono chiamati "gamba variabile" quello ancorato al parametro variabile, e "gamba fissa" quello determinato dal parametro fisso.

(Euribor, Libor, ecc.). Per fare ciò, però, è necessario identificare dei valori prospettici del parametro, così da stimare il flusso di cassa futuro per ogni singola scadenza. Un buon parametro per la valutazione di fattispecie elementari di *swap* su interessi (vale a dire quelle *plain vanilla*) è il tasso *zero rate* alla data di maturazione del flusso: «lo "*zero rate* a *n* anni" (abbreviazione per *zero-coupon rate* a *n* anni) è il tasso di interesse relativo a un investimento che inizia oggi e dura per *n* anni. Capitale e interessi vengono incassati dopo *n* anni. Non ci sono pagamenti intermedi. Alle volte, lo *zero rate* a *n* anni è anche detto "tasso *spot* a *n* anni» [63]. Un altro buon parametro di stima del valore corrente di un Irs, può essere il tasso *forward*: «i tassi di interesse "a termine" (*forward*) sono i tassi di interesse, impliciti nei tassi correnti *spot*, relativi a futuri periodi di tempo» [64].

Detto ciò, arrestando qui l'analisi tecnica, vale la pena interrogarsi su cos'è che determina il valore prospettico dei tassi di interesse a scadenza e, quindi, il relativo andamento della curva dei tassi, nella versione *zero rate* ovvero *forward*. Per spiegare la *term structure* sono state proposte differenti teorie [65]. La prima, più semplicistica, è la "teoria delle aspettative" (*expectations theory*): i tassi di interesse a lungo termine dovrebbero riflettere le aspettative sui futuri tassi d'interesse a breve; più precisamente, un tasso d'interesse *forward* relativo a un certo periodo è uguale all'aspettativa del futuro tasso di interesse *spot* per quel periodo. Un'altra teoria, nota come "teoria della segmentazione dei mercati" (*market segmentation theory*), afferma che non esisterebbe alcuna correlazione tra tassi di interesse a breve, a medio e a lungo termine, in quanto istituzioni diverse investono in titoli di durata differente e non scambiano tra loro titoli con scadenze non omogenee; così, il tasso di interesse a breve sarebbe determinato dal mercato dei titoli a breve così come quelli a medio e a lungo termine rispettivamente dalla domanda e dall'offerta presenti nei mercati dei titoli con scadenza a medio e a lungo termine. La "teoria della preferenza per la liquidità" (*liquidity preference theory*), infine, afferma che i tassi *forward* dovrebbero essere sempre più alti dei tassi *spot* attesi: gli investitori preferirebbero mantenere la loro liquidità e investi-

[63] HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, cit., p. 89.
[64] HULL, *op. cit.*, p. 93.
[65] HULL, *op. cit.*, pp. 103-104.

re i propri fondi per periodi di tempo relativamente brevi, mentre le imprese preferiscono prendere a prestito a tasso fisso e per periodi di tempo lunghi; questa teoria ha suscitato molto interesse poiché spiegherebbe il manifestarsi di quelle situazioni in cui i tassi *forward* sono più elevati delle aspettative sui tassi *spot* e perché mostra coerenza con il risultato empirico sull'andamento delle curve dei tassi di rendimento, le quali dimostrano di essere più spesso inclinate verso l'alto che verso il basso (in altri termini, mostrano una generalizzata aspettativa di crescita dei tassi).

V'è da dire, peraltro, che tali teorie spiegano il loro significato in periodi economici non anomali, di stabilità o comunque in presenza di oscillazioni entro valori "normali": come si vedrà, in situazioni patologiche dell'economia (ad es., tra le più drastiche: recessione ovvero forte inflazione), l'intervento della Banca Centrale Europea può significativamente influenzare l'andamento dei valori del mercato monetario, *in primis* i tassi di interessi del mercato interbancario. Così, in situazioni come quella attuale, ove le differenti misure di politica monetaria hanno influenzato e tuttora influenzano l'economia riducendo sensibilmente i tassi di interesse di mercato (si pensi al valore dell'Euribor a tre o a sei mesi, da più di qualche tempo su valori prossimi allo zero), una curva dei tassi a termine decrescente e un'aspettativa circa una ulteriore riduzione dei tassi non sembrano essere ragionevoli.

Una delle tecniche utilizzate per la valutazione dello *swap* su tassi di interesse viene identificata come "portafoglio di (due) obbligazioni": «negli *swaps* su tassi di interesse i capitali non vengono scambiati. Però […] possiamo comunque assumere che i capitali vengano scambiati alla scadenza dello *swap* senza modificarne il valore. Così facendo uno *swap* in cui si riceve il fisso e si paga il variabile equivale a un portafoglio lungo su un titolo a reddito fisso e corto su un titolo a tasso variabile. […] Analogamente, uno *swap* in cui si riceve il variabile e si paga il fisso equivale a un portafoglio lungo su un titolo a tasso variabile e corto su un titolo a tasso fisso» [66].

[66] HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, cit., pp. 171-172. WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., p. 278.

Ciò nonostante, uno *swap* può essere valutato anche come un "portafoglio di *forward rate agreements*" [67]: «i FRAs possono essere valutati assumendo che i tassi *forward* si realizzino. Dato che sono portafogli di *forward rate agreement*, anche gli *swaps* possono essere valutati assumendo che i futuri tassi *spot* saranno uguali ai tassi *forward* correnti» [68]. «Alla stipulazione del contratto di swap il tasso r_s [il tasso della gamba fissa] è di solito prescelto in modo tale da fornire il valore di parità del contratto, ossia un valore inizialmente nullo» [69].

Queste sono, in somma, le tecniche di valutazione degli Irs *plain vanilla* generalmente condivise. Occorre riscontrare che, al loro interno, nonostante la semplicità relativa della fattispecie, si verifica una certa variabilità nelle metodologie utilizzate, nelle ipotesi sottostanti e nei dati utilizzati per le valutazioni. È quindi davvero singolare che i formulari contrattuali generalmente utilizzati dagli intermediari per la stipulazione degli *interest rate swap* non diano minimamente conto delle modalità attraverso le quali lo strumento viene "prezzato" durante le varie fasi della sua vita (stipulazione, monitoraggio periodico, anticipata conclusione), rinviando, del tutto genericamente, alle tecniche condivise nella prassi finanziaria.

1.3. *Il fenomeno macroeconomico che ne ha agevolato la diffusione (e segnato l'avversione).*

Ciò detto, tali contratti sono passati alla ribalta dell'opinione pubblica per tutt'altre ragioni.

Il contesto macroeconomico a cavallo degli anni duemila ha creato le situazioni ideali per un'ampia diffusione di tali strumenti, attraverso la negoziazione di *swaps* – tanto su tassi di cambio valutari che di interesse – anche da parte di soggetti prima solitamente estranei a tali tipologie di transazioni, quali le imprese non finanziarie e gli enti locali [70]. «Sul declinare del secolo scorso si erano determina-

---

[67] Un *forward rate agreement* (Fra) è un contratto a termine (*forward*) in cui due parti si accordano sul tasso di interesse da applicare a un certo capitale per un certo periodo di tempo futuro (l'assunzione sottostante è che il tasso di interesse utilizzato per valutare il contratto sia un tasso variabile di mercato, ad es., Libor o Euribor): HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, cit., p. 95.

[68] HULL, *op. cit.*, p. 173.

[69] WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, cit., p. 279.

[70] Cfr. CONSOB, *Indagine conoscitiva sulle problematiche relative alla diffusione di stru-*

te aspettative economiche condivise su quella che (si prevedeva) sarebbe stata l'evoluzione dei tassi di cambio e dei tassi di interesse negli anni immediatamente successivi» [71], alimentate dallo scetticismo circa la capacità della (allora) nuova moneta europea di mantenere il proprio valore nei confronti delle altre valute, in specie del dollaro statunitense: ancorché tali aspettative si siano inizialmente realizzate, dalla prima metà del 2002 l'andamento del tasso di cambio dell'euro sul dollaro è andato in direzione opposta, causa un forte apprezzamento di valore del primo sul secondo [72]; apprezzamento che, anche se a fasi alterne, ha caratterizzato tutto l'andamento della valuta nei primi quindici anni del nuovo millennio [73]. Anche i tassi di interesse, almeno in un primo momento, hanno subìto un fenomeno analogo: alla fine degli anni novanta, le aspettative erano di un loro tendenziale aumento, alimentate, da un lato, del loro incessante incremento negli anni dal 1998 al 2000 e, dall'altro, da un andamento della curva dei tassi a termine crescente che rifletteva aspettative di incremento anche negli anni a venire; anche i valori del tasso Euribor (che rifletteva – non il valore assoluto ma l'andamento – dei tassi di interesse di mercato) a 12 mesi erano sempre risultati più elevati dei corrispondenti tassi a 3 e 6 mesi, indicando un'aspettativa da parte degli operatori del mercato circa una generalizzata crescita dei tassi di interesse nel medio/lungo periodo [74]. Dalla fine degli anni 2000, però, i tassi di interesse hanno registrato una netta inversione di tendenza, andando progressivamente a ridursi nel 2004, per poi riprendere vigore sino al settembre 2008 e, successivamente, crollare nuo-

---

menti finanziari derivati, Audizione del Funzionario Generale della CONSOB dott. Antonio Rosati alla VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati, 12 gennaio 2005, § 2.

[71] LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, cit., p. 35.

[72] Apprezzamento generato dalle repentine ed inaspettate scelte di politica economica del governo degli Stati Uniti indotte dalle necessità di finanziamento della spesa bellica conseguenti agli eventi *post* 11 settembre 2001: cfr. ABI, *La gestione del rischio nelle piccole e medie imprese e negli enti locali*, Relazione alla VI Commissione Finanza della Camera dei Deputati, 18 gennaio 2005, p. 34.

[73] Le serie storiche dei tassi di cambio giornalieri delle principali valute oggetto di negoziazione sono consultabili sul sito internet della Banca d'Italia alla pagina: http://cambi.bancaditalia.it/cambi/cambi.do?lingua=it&to=cambiGForm.

[74] ABI, *La gestione del rischio nelle piccole e medie imprese e negli enti locali*, cit., p. 35

vamente, in misura ancora più intensa [75], causa l'avvento della crisi internazionale e delle conseguenti politiche monetarie "accomodanti" della Banca Centrale Europea tra cui, *in primis*, il drastico taglio del tasso di rifinanziamento (tasso REFI o MRO, impropriamente chiamato anche "tasso BCE") [76].

Le aspettative di un aumento generalizzato dei tassi di cambio e di interesse presenti sul finire degli anni novanta e l'inizio del duemila, hanno portato ad una proliferazione di contratti derivati OTC su tali parametri tra cui proprio *swaps* di tipo Irs e Cs (rispettivamente, quindi, su tassi di interesse e su valute) anche in seno a soggetti tradizionalmente meno avvezzi a tali tipi di negoziazioni (imprese non finanziarie – tra cui anche piccole e medie imprese – e enti locali; in qualche marginale caso anche persone fisiche), al dichiarato fine di ridurre i margini di incertezza su quello che sarebbe stato l'andamento futuro dei tassi di cambio e di interesse: «queste negoziazioni erano dirette a coprire le imprese non finanziarie contro il rischio di una diminuzione del valore dell'euro rispetto al dollaro e contro il rischio di un aumento dei tassi di interesse. Entrambi questi paventati eventi – come detto – non si sono verificati: l'euro si è mostrato più forte del dollaro; i tassi di interesse si sono mantenuti per anni su livelli minimi. Queste circostanze

[75] Le serie storiche del tasso Euribor alle differenti scadenze è consultabile alla pagina internet: https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/euribor-rates.html. Oggi i tassi sono molto vicini allo zero, con valori leggermente negativi.

[76] Tale tasso di interesse costituisce il valore (indicizzato) che le banche devono corrispondere quando prendono del denaro in prestito dalla BCE, ad esempio, in periodi di scarsa liquidità nel sistema (del mercato interbancario o in quello della raccolta); dal tasso REFI (abbreviazione del termine *Refinancing*) o MRO (acronimo di *Main Refinancing Operations*), dipendono, di conseguenza, i tassi di interesse interbancari come l'indice Euribor di cui si è parlato; la BCE, tra i vari strumenti di politica monetaria a propria disposizione, manovra la misura di tale tasso di interesse per ampliare (in caso di economia recessiva) o restringere (nell'opposto caso di aumento generalizzato dei prezzi e, quindi, di crescita del tasso di inflazione) la quantità di moneta in circolazione nel sistema finanziario (cfr., ad es., BCE, *Che cos'è la politica monetaria?*, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/what-is-monetary-policy.it.html, e relative pagine correlate). Il "tasso BCE", in realtà, non è unico: i tassi sono tre e il tasso REFI è solo uno di questi: l'andamento nel tempo di tali tassi può essere consultato alla pagina internet: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html. Nel momento in cui tale nota viene redatta, il tasso REFI, a decorrere dal 16 marzo 2016, misura lo 0% su base annua e gli altri due tassi misurano lo -0,40% (*Deposit facilitiy*) e lo 0,25% (*Marginal lending facility*), sempre espressi su base annua: la misura di tali tassi di interesse, intorno al valore zero, dimostrano lo sforzo delle politiche monetarie di favorire la circolazione dei capitali e penalizzare la detenzione dei medesimi presso il "porto sicuro" della Banca Centrale.

possono spiegare il fatto che le posizioni in passivo su derivati detenute da imprese industriali e di servizi hanno subito una netta impennata tra il 1999 ed il 2004. […] Probabilmente a causa degli "errori" di previsione sopra indicati, a fine 2003 le posizioni in perdita delle imprese non finanziarie prevalevano su quelle in attivo per circa due miliardi di euro. In altre parole, dal sostanziale equilibrio del 1999 si è passati nel 2004 ad una netta prevalenza delle perdite delle imprese non finanziarie» [77].

In particolare, l'andamento del tasso Euribor, cui era parametrato il calcolo degli interessi dovuti su molti tipi di finanziamenti – soprattutto mutui a medio/lungo termine – e, correlativamente, sugli Irs stipulati a copertura di tali operazioni, crollando improvvisamente e vistosamente in due distinti periodi (inizio dell'anno 2001 e fine dell'anno 2008), ha dato origine ad altrettanti filoni di contenzioso con i quali gli investitori delusi, danneggiati dal sensibile calo del tasso di interesse, chiedevano l'invalidazione dei contratti stipulati al fine di veder cessare gli addebiti periodici a titolo di differenziali negativi e la lievitazione dei valori di estinzione delle operazioni in essere.

La tematica, quindi, suscita ancora molto interesse, essendo i tribunali e i lodi arbitrali tutt'ora impegnati a risolvere le (si perdoni il gioco di parole) controverse controversie che tali contratti generano; complice anche il fatto che, nella specifica materia, la funzione di nomofilachia della Suprema Corte di Cassazione ha potuto fare ben poco, da un lato, non essendo stata ancora devoluta alla sua decisione la controversa questione sui requisiti di validità dei contratti di *swaps* [78] e, dall'altro, paradossalmente, non avendo avuto i principi enunciati nella più ampia materia dell'intermediazione finanziaria trovato unanime riscontro in materia di

[77] LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, cit., p. 37.

[78] Almeno nel loro dato strutturale: non si ignorano peraltro quelle pronunce (*in primis* Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, cit.; cfr., tra le più recenti, Cass., 1 giugno 2017, n. 17957, in *Iusexplorer.it*) che hanno affrontato la questione della dichiarazione di operatore qualificato resa *ex* art. 31 dell'oggi abrogato reg. Consob, 1 luglio 1998, n. 11522 e la possibile invalidità derivata degli strumenti finanziari stipulati in assenza di idonea informativa all'investitore privo di tale qualifica. Per la verità, ad oggi si rinviene una recente (e piuttosto "stringata") sentenza, di cui si darà conto *infra* (pag. 122), concernente i requisiti di copertura e la meritevolezza degli interessi dell'Irs.

derivati [79].

Entriamo ora nel vivo della questione, osservando alcune strutture contrattuali di derivati OTC (in specie *swaps* su tassi di interesse) effettivamente stipulati tra operatori non finanziari e alcuni primari istituti di credito nazionali, al fine di sviluppare un sostrato utile a comprendere i dati strutturali della categoria e poter affrontare così il concreto atteggiarsi del requisito causale in tali contratti.

[79] Ci si riferisce anzitutto alle pronunce rese da Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, cit., concernenti la distinzione tra regole di validità e regole di condotta e i relativi strumenti rimediali, nonché a Cass., 29 dicembre 2011, n. 29864, in *Iusexplorer.it.* sulla clausola generale contenuta nell'art. 21, co. 1, lett. *a*), Tuf (e art. 19, dir. 2004/39/CE) sull'obbligo gravante in capo all'intermediario di servire al meglio gli interessi dei clienti. La "battaglia" sui vizi dei contratti in strumenti finanziari differenti dai derivati, peraltro, si svolge su un differente campo, quello cioè del risarcimento del danno da inadempimento informativo dell'intermediario, con tutte le implicazioni di sorta (deduzione dell'inadempimento e allegazione del danno, nonché dimostrazione del nesso di causalità fra primo e secondo, a carico dell'investitore: cfr., ad es., tra le più recenti, Cass., 21 marzo 2016, n. 5514, in *Iusexplorer.it*).

CAPITOLO II
L'ESAME "CLINICO" (E ALCUNE PATOLOGIE)

2.1. *L'analisi dei casi.*

Al fine di comprendere quali problematiche possono emergere dalla sottoscrizione di un contratto derivato OTC (e quindi illiquido o, ben che vada, scarsamente liquido) come lo *swap*, in questo paragrafo si analizzeranno alcuni contratti di *interest rate swap* concretamente stipulati tra soggetti non-imprese-finanziarie e alcune primarie banche nazionali nell'ambito del servizio di investimento di negoziazione per conto proprio [80] e, quindi, nella piena applicazione della normativa del Tuf e del relativo reg. intermediari (sia esso quello, oggi abrogato, adottato con la delibera Consob 1 luglio 1998, n. 11522, ovvero quello, attualmente in vigore, di cui alla delibera Consob 29 ottobre 2007, n. 16190, attuativo della direttiva 2004/39/CE c.d. "*MiFID*").

Prima di analizzare i vari contratti, è bene premettere che il contratto di *interest rate swap* è un negozio complesso composto da plurimi atti di volontà: ad ogni atto corrisponde una fase dell'iter procedimentale attraverso cui l'accordo si concretizza.

Nella forma più semplice di questo iter, il primo atto consiste nella stipulazione di un contratto-quadro (o, che dir si voglia, accordo-normativo o, ancora, *master agreement*) che regola le dinamiche generali del rapporto, fornisce alcune definizioni terminologiche, prevede le modalità con cui verranno impartiti i singoli ordini di acquisto: tale documento, nella sostanza, è del tutto parificabile a delle condizioni generali di contratto (artt. 1341 e 1342 c.c.), opportunamente adattate per accogliere le prescrizioni normative del Tuf a tutela dell'investitore [81].

Il contratto-quadro – già previsto dalla legge 2 gennaio 1991, n. 1, nonché dal successivo art. 18 del d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415 – è destinato a costituire e re-

---

[80] Per "negoziazione per conto proprio" s'intende l'attività di acquisto e vendita di strumenti finanziari, in contropartita diretta e in relazione a ordini dei clienti, nonché l'attività di *market maker*: cfr. art. 1, co. 5-*bis*, Tuf; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato immobiliare*, 2010, p. 91.

[81] Tanto che, per certi versi, è stato accostato alla figura del mandato: Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, cit.

golamentare i rapporti tra intermediario e cliente nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento rese dal primo al secondo; le successive operazioni sono quindi considerate come momenti attuativi dello stesso [82].

Tale documento suole infatti fornire anche un'informativa più o meno dettagliata sugli strumenti finanziari che l'investitore intende negoziare e sui rischi e i benefici relativi, nonché sui possibili conflitti di interesse gravanti in capo all'intermediario che fornisce il servizio di investimento [83]. Sovente, queste ultime informazioni vengono contenute in un documento *ad hoc* [84] che accompagna la profilatura dell'investitore (c.d. "questionario" o "profilatura" *MiFID*, attuazione dell'obbligo generale di «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati» [85]), così da poter formulare, di regola [86], il relativo giudizio di adeguatezza [87] ovvero di appropriatezza [88] prescritti dalla normativa regolamentare, previa raccolta delle informazioni concernenti [89]: (a) la conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio; (b) la situazione finanziaria dell'investitore; (c) gli obiettivi di investimento.

---

[82] In questi termini, le citate pronunce gemelle Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, cit.

[83] Cfr. art. 21, co. 1-*bis*, Tuf; sulla peculiare disciplina settoriale della gestione (*disclosure* compresa) dei conflitti di interesse, così come innovata dalla citata direttiva *MiFID*, v. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato immobiliare*, cit., p. 131 ss.

[84] «Il contenuto del documento sui rischi generali degli investimenti non è di per sé idoneo ad integrare i requisiti del contratto quadro, avendo come fine una generale parità informativa ed essendo privo di specificazioni sulle modalità concrete di servizi o operazioni»: Trib. Modena, 19 agosto 2015, n. 1426, in *Ilcaso.it*.

[85] Art. 21, co. 1, lett. *b*), Tuf; ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 125 ss.

[86] Ad eccezione dei servizi prestati in modalità *execution only*, come mera esecuzione degli ordini impartiti dal cliente (art. 43 del reg. intermediari n. 16190/2007): tale modalità di prestazione dei servizi di investimento, peraltro, può applicarsi solo agli strumenti finanziari "non complessi" (così definiti dal combinato disposto di cui agli artt. 43 e 44 del reg. intermediari citato) dai quali sono espressamente esclusi gli strumenti finanziari derivati: ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 141.

[87] Cfr. art. 39 del reg. intermediari n. 16190/2007, giudizio da fornire solo nell'ambito della prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti (art. 1, co. 5-*septies*, Tuf) e/o di gestione di portafogli di investimento (art. 1, co. 5-*quinquies*, Tuf): ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 138.

[88] Cfr. artt. 41 e 42 reg. intermediari n. 16190/2017, applicabile a tutti i servizi di investimento differenti dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli di investimento (ad esclusione di quei servizi forniti in modalità *execution only*): ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 140.

[89] Art. 39 reg. intermediari n. 16190/2017.

Il contratto-quadro di investimento (uno o più d'uno) è considerato atto distinto, funzionalmente collegato ma, per certi versi, autonomo, dalle singole disposizioni con cui il cliente ordina di negoziare (acquisto o vendita) un determinato strumento finanziario [90]; i singoli ordini esecutivi (confermati dall'intermediario, da valersi contratto [91]) possono essere oggetto di autonoma risoluzione indipendentemente dalla risoluzione del contratto a monte (il contratto-quadro) [92]: vige, quindi, una sorta di rapporto di autonomia fra singole operazioni di investimento e contratto-quadro, ancorché verso quest'unica direzione [93].

---

[90] Cass., 19 ottobre 2015, n. 21097, in *Iusexplorer.it*.

[91] Sulla scorta del modello legale di cui all'art. 1326 c.c. per cui il contratto si ritiene concluso nel momento in cui chi ha fatto la proposta ha conoscenza dell'accettazione dell'altra parte. Sui requisiti di forma del contratto-quadro (scritta *ad substantiam* ai sensi dell'art. 23 Tuf) e dei singoli ordini esecutivi e delle relative accettazioni, per cui non esiste una prescrizione di forma specifica, ritenendosi in giurisprudenza valido anche l'ordine impartito dal cliente telefonicamente e provato dall'intermediario mediante registrazione su nastro magnetico o su altro supporto equivalente, cfr. ad es. Cass., 11 ottobre 2016, n. 20446, in *Iusexplorer.it*, resa in un caso di negoziazione di *bond* Argentina: «questa Corte ha avuto modo di affermare ripetutamente (cfr. *ex multis*: Sez. 1, n. 28432/11; n. 384/12; n.18140/13; n. 612/16) la prescrizione dell'art. 23 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, secondo cui i contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento debbono essere redatti per iscritto a pena di nullità del contratto, attiene al contratto di negoziazione (c.d. contratto-quadro), che disciplina lo svolgimento successivo del rapporto volto alla prestazione del servizio di negoziazione di strumenti finanziari, e non ai singoli ordini di investimento (o disinvestimento) che vangano poi impartiti dal cliente all'intermediario, la cui validità non è soggetta a requisiti di forma».

[92] Cass., 7 luglio 2017, n. 16861, in *Iusexplorer.it*; App. Bologna, 16 settembre 2015, n. 1527, in *Ilcaso.it*. Tale principio può essere esteso ai casi in cui i singoli ordini di negoziazione siano affetti da nullità, annullabili o inefficaci.

[93] Viceversa nel caso in cui venga dichiarata la risoluzione (ovvero la nullità, l'annullamento o l'inefficacia) del contratto-quadro: in questo caso la validità dei singoli negozi esecutivi del contratto viene meno per invalidità derivata dell'ordine di acquisto: cfr. Trib. Torino, 12 settembre 2017, in *Iusexplorer.it*, che ha invalidato le singole negoziazioni in derivati per nullità del contratto-quadro stipulato in assenza di forma scritta; Trib. Forlì, 14 ottobre 2013, n. 767, in *Ilcaso.it*. Dalla nullità sopravvenuta del contratto-quadro deriverebbe la nullità dell'operazione che trovava giustificazione in quel programma negoziale: l'ordine di acquisto non è, quindi, un mero atto materiale ma un negozio di natura attuativa suscettibile di autonoma declaratoria di nullità (Trib. Modena, 19 agosto 2015, n. 1426, cit.). Per altro verso, la violazione degli obblighi di informazione non ha rilevanza solo in relazione alla stipula del contratto-quadro, posto che l'obbligo informativo attiene altresì alla fase applicativa che attiene alla singola operazione di finanziamento, suscettibile, anch'essa, di risoluzione: Cass., 6 novembre 2014, n. 23717, in *Iusexplorer.it*. Sotto un'altra prospettiva si pone Cass., 18 maggio 2016, n. 10161, in *Ilcaso.it*, che afferma che l'inadempimento degli obblighi informativi si colloca all'interno del rapporto negoziale già instaurato con il contratto-quadro, pur se anteriore alle singole operazioni di investimento: l'inadempimento agli obblighi informativi scaturenti dalla conclusione del contratto-quadro avreb-

Detto ciò, al fine di comprendere il meccanismo sotteso alla struttura contrattuale, esamineremo le disposizioni contenute in alcuni ordini di acquisto di contratti Irs, integrandole, ove necessario, con le disposizioni contenute nell'accordo-quadro relativo all'operazione esaminata.

2.1.1. *Primo caso: l'*Irs plain vanilla.

L'Irs *plain vanilla* [94] è così chiamato per indicare la struttura più semplice di Irs; esso viene solitamente utilizzato (pur con qualche piccola variazione) allorché il contratto venga impiegato con finalità di copertura di una specifica attività o passività al fine di invertire l'esposizione al rischio di variazione di tasso: i flussi di cassa reciproci hanno la medesima scadenza di pagamento e vengono, di conseguenza, regolati sulla differenza del loro valore; il calcolo dei differenziali periodici avviene applicando ad un importo nozionale comune due parametri tra loro differenti, in genere uno variabile ed uno fisso [95]. Cionondimeno, l'Irs *plain vanilla* può essere utilizzato con finalità speculative, ovvero di arbitraggio, in un'operazione finanziaria in cui due soggetti intendono prendere posizioni differenti su tassi di interesse, sulla base di opposte previsioni sull'andamento dei tassi.

Ecco un esempio di tale contratto, denominato nel caso specifico "Contratto di Interest Rate Swap":

dati di base:

- data di stipula: 09/10/2008;
- data iniziale: 13/10/2008;

be natura contrattuale e non pre-contrattuale. Ancora, «la diversa incidenza che può avere l'inadempimento degli obblighi d'informazione posti a carico degli intermediari finanziari, ove sia collocabile rispettivamente, in epoca antecedente o successiva rispetto alle operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del "contratto quadro", può condurre, a seconda dei casi, alla risoluzione dell'intero rapporto ovvero soltanto di quelli derivanti dai singoli ordini impartiti dalla banca»: Cass., 9 agosto 2016, n. 16820, massima ufficiale, in *Ilcaso.it*.

[94] V. nota 41. Il termine, che può essere tradotto "semplice vaniglia", è un riferimento anglosassone alla richiesta di gelato considerata la più semplice che ci sia: il contratto derivato *plain vanilla*, di conseguenza, è il contratto standard nella sua versione più semplice ed elementare.

[95] Siamo qui nel caso del *fixed-floating* Irs, ben potendoci però essere Irs del tipo *fixed-fixed* o *floating-floating* con struttura *plain vanilla*: questi ultimi, però, non hanno molta diffusione nei rapporti tra impresa di investimento e imprese non finanziarie: cfr. CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamento e opzioni sui tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, 2, p. 299 ss.

– data finale: 13/10/2010;
– importo nozionale: euro 2.000.000,00;

dati prestazioni cliente:

– tasso parametro: 4,06000%;
– barriera: non prevista;
– fattore moltiplicativo: ACT/360;
– date pagamento: 13/01/09; 14/04/09; 13/07/09; 13/10/09; 13/01/10; 13/04/10; 13/07/10; 13/10/10;

dati prestazioni banca:

– tasso parametro: Euribor-Reuters rilevato 2 giorni lavorativi bancari antecedenti l'inizio di ogni periodo di calcolo;
– durata periodo tasso parametro banca: 3 mesi;
– tasso iniziale primo periodo: da rilevare;
– fattore moltiplicativo: ACT/360;
– date pagamento: 13/01/09; 14/04/09; 13/07/09; 13/10/09; 13/01/10; 13/04/10; 13/07/10; 13/10/10;

Tutti i tassi di interesse sono espressi su base annua – rispondendo alla convenzione finanziaria in vigore – e devono quindi essere parametrati al trimestre effettivo secondo l'ulteriore convenzione (questa volta enunciata in contratto) ACT/360, cioè giorni effettivi del trimestre (c.d. "attuale") diviso l'anno commerciale (di 360 giorni).

L'Irs oggetto di analisi – privo del pagamento di alcun importo a titolo di *up-front* – è stato stipulato con la dichiarata e concorde finalità di contrastare il rischio di rialzo del tasso di interesse derivante da un'operazione di mutuo trentennale indicizzato al tasso Euribor a sei mesi: tanto il contratto-quadro che l'informativa pubblicitaria dello strumento prevedono la sottoscrizione dell'Irs al fine di creare, dalla combinazione di mutuo e Irs, un tasso *sintetico* fisso (annullando la componente dell'Euribor a cui è parametro il mutuo, la *sintesi* di tasso risulta dalla somma del tasso fisso Irs – pari al 4,06% – più la componente *spread* sul tasso del mutuo – pari supponiamo al 2,0% – : così il tasso *sintetico* ammonta al 6,06%).

Nel caso di specie – si ripete tratto da un contratto effettivamente stipulato che ha spiegato i suoi effetti sino alla sua naturale scadenza – la banca "paga" trimestralmente al proprio cliente (a decorrere dal 13 gennaio 2009) un flusso di cassa parametrato al tasso variabile Euribor 3 mesi (rapportato al trimestre) "fissato" ad una certa data (due giorni lavoratovi antecedenti il trimestre di maturazione) all'importo nozionale di due milioni di euro; correlativamente, il cliente, alle medesime scadenze e con la medesima periodicità (dal 13 gennaio 2009, trimestralmente), "paga" alla banca un flusso di cassa calcolato rapportando il tasso fisso annuale del 4,06000% (rapportato anch'esso al trimestre) al medesimo importo nozionale di due milioni di euro. Non vi è, quindi, alcuno scambio dell'importo nozionale, né in fase di stipula né a scadenza, [96] e nemmeno dei flussi di cassa periodici: questi ultimi, infatti, vengono regolati in base alla differenza del loro valore ed è per ciò che si è virgolettato il verbo "paga" rispettivamente attribuito alle prestazioni di banca e cliente, poiché chi in realtà "paga" a scadenza è unicamente il soggetto che vanta un diritto di credito derivante dai flussi a proprio favore in misura inferiore al debito dei flussi a proprio sfavore (sul modello della compensazione legale di debiti basati su somme di denaro ugualmente esigibili di cui all'art. 1243, co. 1, c.c. ovvero, per compensazione volontaria *ex* art. 1252 c.c. [97]). Ciò si ripete per ogni trimestre sino alla scadenza contrattuale del 13 ottobre 2010 (per un totale, quindi, di otto trimestri).

Non vi è alcuna "barriera" alla misura delle prestazioni corrispettive, che possono quindi assumere qualsiasi valore e, nel caso della c.d. "gamba fissa" (il flusso di cassa costante ancorato al tasso fisso), essendo l'importo nozionale identico per tutta la durata del contratto, il valore alla scadenza trimestrale sarà sempre pari a circa [98] 20.300 euro e tale valore andrà a compensarsi ogni trimestre con la c.d.

[96] Cosa che non avrebbe nemmeno senso, essendo un importo comune – anche a scadenza – ad entrambe le prestazioni e, quindi, certo, liquido ed esigibile e, per l'effetto, legalmente compensabile.

[97] È il caso, ad es., di un Ircs in cui una delle prestazioni in valuta potrebbe essere liquidata in base al tasso di cambio sull'altra valuta del giorno in cui devono regolarsi i differenziali: cfr. par. 1.2.

[98] In questo caso, si deve utilizzare per la determinazione di entrambe le prestazioni la nota formula di determinazione dell'interesse semplice per cui il capitale (C) viene moltiplicato per il numero dei giorni del suo impiego (t) e per il tasso di interesse percentuale espresso su base annua

"gamba variabile", che è ontologicamente incerta *ex ante* [99].

Questo è quanto: la struttura di questo *swap* su tassi di interesse è "semplice", ma risulta "complessa" nel medesimo istante; infatti, non è dato conoscersi, in fase di stipula del derivato, quale sarà il valore del parametro variabile a scadenza e, quindi, il valore del relativo flusso di cassa: di qui l'incertezza del segno e del valore del differenziale periodico. Così, se il valore del parametro variabile (nel caso: l'Euribor a 3 mesi) avrà a scadenza un valore superiore al tasso fisso (del 4,06%) il cliente riceverà un differenziale positivo derivante da un flusso a suo favore maggiore di quello a suo sfavore; viceversa in caso di tasso variabile inferiore al tasso fisso.

È qui che si sostanzia lo "scambio" dello *swap* ed è in tal senso che poc'anzi si è affermato che la causa (in astratto) di tale contratto risiede nel reciproco scambio di flussi di pagamento (*rectius* dal pagamento del differenziale risultante dalla loro somma aritmetica) finalizzato alla gestione del rischio finanziario [100].

Una variante molto diffusa della struttura contrattuale *plain vanilla* si verifica allorché il contratto, anziché possedere un importo nozionale con valore costante per tutta la sua durata (c.d. "*bullet*"), parametra le prestazioni periodiche ad un

---

(*r*) diviso i giorni dell'anno (360 nella convenzione dell'anno commerciale). Nel caso dello *swap*, il capitale *C* deve essere sostituito con l'importo nozionale del derivato e il periodo *t* sarà il tempo intercorrente fra la rilevazione di un differenziale e quello successivo (nel caso esaminato il trimestre effettivo, espresso in giorni); nella sostanza, comunque, la modalità di calcolo non muta. Il valore calcolato per la "gamba fissa" indicato nel testo è approssimato poiché si è ipotizzato che il trimestre conti sempre 90 giorni, mentre il contratto in esame prevede la convenzione ACT/360, prevedendo la determinazione dei giorni effettivi del trimestre di riferimento: l'importo indicato è, comunque, ai nostri fini, un'ottima approssimazione del dato effettivo.

[99] Anche la "gamba variabile" può, in questo caso, assumere qualsiasi valore, tanto positivo che negativo: in presenza di tassi di interesse negativi (cfr. valori Euribor alla data odierna: v. nota 75), ad esempio, la parte che normalmente, con tassi positivi, riceve la prestazione di pagamento dovrà, in forza del cambio di segno del parametro, corrispondere un'ulteriore somma oltre alla c.d. "gamba fissa": questo è il risultato della Comunicazione della Banca d'Italia inviata nel febbraio scorso a tutti gli istituti di credito vigilati, che tratta del diritto dei mutuatari a tasso variabile di vedersi riconosciuto il diritto di calcolo – in assenza di un clausola specifica che preveda un tasso minimo (barriera di tipo *floor*) alla discesa del tasso di interesse – della quota interessi della rata periodica al parametro effettivo (negativo) e non al tasso zero: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/comunicazioni/indicizzazione-finanziamenti/Parametri_indicizzazione_finanziamenti_con_valori_negativi.pdf.

[100] Cfr. nota 55.

nozionale variabile, generalmente decrescente, che riflette, ad esempio, il piano di ammortamento del capitale della correlativa operazione di finanziamento oggetto di copertura (ad es. un mutuo). Si deve ritenere che anche tale tipo di Irs (c.d. "*amortizing*") sia, se non *plain vanilla* , un derivato dalla struttura comunque abbastanza semplice, almeno tutte quelle volte in cui l'ammortamento virtuale del nozionale rispecchi fedelmente quello della singola operazione (attiva o passiva) oggetto di copertura specifica; viceversa, quando la copertura è parziale [101] ovvero comprende più posizioni attive e/o passive, anche tra loro interrelate, la comprensione del meccanismo elementare dell'Irs rimane semplice, ma gli effetti relativi non sono più comprensibili attraverso il mero intuito, necessitando invece di competenze specialistiche e di strumenti di analisi adeguati.

Ciò non toglie, ad ogni modo, che anche le fattispecie di Irs *plain vanilla* o, comunque, dalla struttura semplificata possano nascondere insidie affatto rilevanti.

Al di là della corretta comprensione della struttura contrattuale da parte del cliente o del soggetto che agisce per suo conto (si pensi al caso, affatto frequente, dell'amministratore di società), può verificarsi che anche tale tipo di contratto, di per sé non eccessivamente complesso, nasconda alcune problematiche: è il caso, ad esempio, dello *swap* che cela al suo interno oneri a carico del cliente (c.d. "costi impliciti", vale a dire inglobati nel meccanismo contrattuale) i quali, molto spesso, non vengono divulgati ovvero correttamente divulgati (e, quindi, prendono il nome di "costi occulti"). Tali oneri vengono a formarsi tutte quelle volte in cui il valore dello strumento finanziario negoziato, valutato al momento della sua sottoscrizione, è diverso da zero (*swap* c.d. "*non-par*") e tale valore, a svantaggio del cliente, non è compensato da un flusso di cassa di pari importo che lo tenga indenne della perdita (presumibilmente) subita; vale a dire: il cliente sottoscrive uno *swap* già "perdente" e la perdita che presumibilmente si manifesterà nel corso del-

[101] Intendendosi per copertura "parziale" tanto quella inferiore che superiore al valore dell'operazione oggetto di copertura, come nel caso in cui si intenda effettuare una copertura ridotta ovvero si intenda altresì speculare sul futuro andamento del parametro, come nel caso di derivati con valori nozionali non coerenti con l'attività o la passività protetta ovvero caratterizzati dall'applicazione di moltiplicatori degli effetti futuri del parametro (ad es.: raddoppio o dimezzamento di una prestazione rispetto al valore "standard").

la durata del contratto – valutata sulla base dei dati prospettici disponibili alla data della stipula del contratto –, deriva dall'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi. Così, lo *swap* (supponiamo sempre un *fixed-floating* Irs) i cui parametri (nel caso: il parametro della "gamba fissa", giacché il parametro del tasso variabile sarà quello vigente a scadenza) sono fissati in modo tale che, in relazione al più probabile andamento futuro dei tassi di interesse variabili, maturerà dei flussi negativi (differenziali) a discapito di una delle parti e il valore attualizzato di tali flussi a sfavore della parte (presumibilmente) perdente altro non è che il valore (negativo) dello strumento negoziato. Analizzeremo più avanti quali possono essere le conseguenze di un derivato che porta alla sua stipula un valore negativo, anticipando che la questione è piuttosto dibattuta e controversa [102].

Qui basti ricordare le considerazioni fatte dal consulente tecnico che ha analizzato per conto dell'investitore il contratto Irs citato, il quale, dall'analisi delle quotazioni di mercato dei tassi *forward* e della curva dei tassi *Zero Rate* alla data di contrattazione del derivato (9 ottobre 2008) ha evidenziato che:

> per almeno due anni non si prevedeva un aumento del tasso di interesse, anzi le aspettative erano di una forte diminuzione: questo ovviamente era naturale vista la particolare situazione storica (crisi dei mutui *subprime*).

---

[102] Si ricorda (v. nota 57) che «alla stipula del contratto, il valore di uno *swap* [dovrebbe essere] sempre nullo» come a suo tempo riportava il reg. Consob, 1 luglio 1998, n. 11522, Allegato 3, paragrafo 4, parte B, oggi abrogato e sostituito dal reg. intermediari n. 16090/2007 attualmente vigente; invero, tale previsione non è stata riprodotta nel nuovo testo regolamentare. Ciò nonostante, quanto contenuto nel reg. intermediari oggi abrogato non ha perso di significato ed interesse: vuoi perché molti contenziosi attengono a contratti stipulati nel vigore della precedente disposizione regolamentare; vuoi perché alcuni testi contrattuali sottoscritti nel vigore della *MiFID* portano ancora tale previsione (è proprio il caso del contratto-quadro che regola l'Irs analizzato nel testo); vuoi, infine, perché la previsione sembra ancora conservare una certa portata interpretativa. Invero, la Circolare ABI – Serie Tecnica n. 39 del 7 agosto 2009, cit., p. 26 ss., che affronta la tematica delle regole organizzative sul *pricing* dei prodotti illiquidi (tra cui rientrano i derivati OTC e, quindi, gli *swaps*) ammette, implicitamente, la possibilità che l'intermediario possa richiedere un compenso pari al *valore negativo* dello strumento per l'investitore, purché venga effettuata la *disclosure* sulle varie componenti che formano la commissione implicita. Dottrina e giurisprudenza hanno dato vita a svariate interpretazioni del fenomeno, anche fra loro assai differenti, trovando nel valore negativo dello strumento finanziario comprendente un guadagno in favore dell'intermediario alternativamente un vizio di nullità del contratto per alterazione dell'elemento aleatorio tale da inficiare la causa contrattuale ovvero per indeterminatezza del suo oggetto, ovvero un mero inadempimento agli obblighi di condotta dell'intermediario oppure, infine, non ravvisando in tale circostanza alcun tipo di irregolarità (v. *infra* p. 136 ss.).

Da ciò, il consulente tecnico ha constatato la presenza di un valore negativo dello strumento alla data della sua stipula paria a 7.621,71 euro [103], in assenza di alcun versamento all'investitore a titolo di *up-front*.

Da ciò emergono due considerazioni, tra loro collegate.

La prima è l'opportunità per l'investitore – come anticipato in cerca di protezione dal rialzo di tasso – di sottoscrivere uno strumento presuntivamente inefficace (almeno ai suoi fini): che senso ha cercare di contrastare un incremento di tasso se tale andamento viene previsto come improbabile? Eccesso di timore (l'aumento dei tassi era improbabile ma, comunque, possibile)? Perché allora il cliente così avverso al rischio ha stipulato in origine un mutuo a tasso variabile? Di qui, l'intermediario che ove guadagna dove e quando il cliente perde, ha il dovere di informare il proprio cliente della "cattiva scelta" di strategia finanziaria operata?

Il comportamento dell'investitore appare, quindi, poco razionale: sorge l'interrogativo se fosse davvero consapevole della scelta che stava effettivamente compiendo. Nel senso di una previsione generale diminuzione dei tassi, almeno per i due anni a venire, si orientavano i citati dati di mercato (v. le transazioni a termine sui tassi di interesse Euribor enunciata dal perito) nonché le politiche monetarie varate proprio in quei giorni (brusco "taglio" del tasso BCE in data 9 luglio 2008 – dal 4,25% al 3,75% – e in data 8 ottobre dello stesso anno – dal 3,25% al 2,75% –) [104]. Da questo prima considerazione, emerge il grave conflitto di interesse che grava in capo all'intermediario, operatore professionale dotato di competenze e conoscenze specifiche e, quindi, avvantaggiato dall'asimmetria che ne deriva, il quale si ritrova a negoziare in contropartita diretta con soggetti che, se qualificati come clienti "al dettaglio", almeno secondo l'*id quod plerumque accidit*, non hanno né le competenze, né l'esperienza, né i dati in suo possesso.

La seconda, conseguenza della prima, è la presenza di un valore (nel gergo,

[103] Tale è il valore negativo (alla stipula) del derivato analizzato e di un altro Irs – negoziato in pari data, dal medesimo soggetto con lo stesso istituto di credito – identico in fatto di condizioni economiche al precedente eccetto per il nozionale, pari questa volta ad un milione di euro (il valore negativo citato rispecchia quindi un Irs con nozionale complessivo di tre milioni di euro dato dalla valutazione combinata dei due *swaps*).

[104] Cfr. nota 76.

impropriamente chiamato *mark to market* [105] e, più correttamente, *fair value* [106]) negativo dello strumento già in fase di stipula: tale "costo" non è stato oggetto né di corresponsione all'investitore di un *up-front* di pari importo, né di esplicitazione e formalizzazione nei testi contrattuali. Il nocciolo della questione sta tutto nella natura da attribuirsi a tale componente: costo a carico dell'investitore (e quindi oggetto di obbligo di divulgazione, almeno nei criteri di determinazione, in forza dell'art. 23 Tuf e dell'art. 32 reg. intermediari n. 16190/2007) o legittima remunerazione per l'intermediario? La "difesa" del margine di intermediazione che l'impresa di investimento reclama (c.d. *mark up*) – ma che non è ben disposta a divulgare – passa anche per la sua parificazione all'oggetto del contratto, in considerazione del fatto che, altro non sarebbe, che l'attualizzazione prospettica delle prestazioni future; tale componente, però, concretizzandosi in una prestazione non certa ma, appunto, stimata, trova difficile collocazione all'interno della struttura "contrattuale" (causa, oggetto, commissione, guadagno netto).

2.1.2. *Secondo caso: Irs* amortizing *con clausola* step-up.

Si legge in un documento denominato "Ipotesi di gestione del rischio di tasso su indebitamenti in euro" redatto da una primaria banca italiana:

nel caso in cui IL CLIENTE desideri valutare un prodotto che comporti una riduzione degli oneri finanziari al verificarsi di particolari condizioni di mercato, proponiamo di seguito il Reverse Fix-Floater Swap. Tale tipologia di prodotto permette di pagare un tasso fisso inferiore al corrispondente tasso Swap Plain Vanilla finché i tassi a breve (nel nostro caso l'Euribor 3m Act/360) rimangono al di sotto del tasso soglia. Nel caso il tasso Euribor 3m

[105] La nozione di *mark to market* (letteralmente "marcare il mercato") viene solitamente utilizzata per verificare i margini di garanzia giornalieri delle transazioni borsistiche a termine: solo con qualche forzatura è possibile utilizzarlo nella contrattazione in derivati *over the counter*, poiché, da un canto, per definizione non esiste un mercato ove valutare tali prodotti, dall'altro il versamento quotidiano di margini di garanzia non è solitamente richiesto in tali tipi di transazioni, ove vengono piuttosto utilizzati dei modelli della finanza quantitativa per calcolare il valore degli strumenti: più correttamente si dovrebbe parlare, quindi, di *mark to model*.

[106] Altrimenti detto "valore equo" dello strumento, nozione recepita anche dall'art. 2427-*bis* c.c. concernente le informazioni sugli strumenti finanziari da indicarsi nella nota integrativa al bilancio d'esercizio. La Consob definisce il *fair value* come il "valore corretto" di una posizione, determinato utilizzando le quotazioni di mercato (*mark to market*) o, ove queste non siano disponibili o formate in maniera efficiente, applicando modelli teorici di *pricing* (*mark to model*): CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit.; cfr. dettagliatamente, sul punto, MANTOVANO, *Mark to market, danno e truffa contrattuale al vaglio della Corte di Cassazione*, cit., p. 377.

Act/360 dovesse superare il tasso soglia stabilito, IL CLIENTE pagherà il tasso variabile definito secondo le modalità sotto indicate nello schema.

Lo schema cui la proposta si riferisce è stato successivamente trasfuso nella conferma d'ordine di negoziazione dell'operazione denominata "Fix Floater Step Up Bullet" e riporta le seguenti condizioni economiche:

- importo nozionale: 1.801.808,00 euro, *amortizing*;
- ammortamento parziale del nozionale in 34 "rate" costanti trimestrali (ultima "rata" pari a 514.841,00 euro);
- data iniziale: 10/07/2006;
- scadenza finale: 10/01/2015;
- parametri prestazione Cliente:
  (1) primo *step*: dal 10/07/2006 al 10/07/2009:
  tasso 3,30% al verificarsi del caso A,
  tasso 3,30% + 2 * (Euribor 3m – 3,90%) al verificarsi del caso B,
  ove:
  caso A: Euribor 3m (Act. 360) minore di 3,90%,
  caso B: Euribor 3m (Act/360) maggiore o uguale a 3,90%;
  (2) secondo *step*: dal 10/07/2009 al 10/07/2012:
  tasso 3,60% al verificarsi del caso A,
  tasso 3,60% + 2 * (Euribor 3m – 4,20%) al verificarsi del caso B,
  ove:
  caso A: Euribor 3m (Act. 360) minore di 4,20%,
  caso B: Euribor 3m (Act/360) maggiore o uguale a 4,20%;
  (3) terzo *step*: dal 10/07/2009 al 10/07/2012:
  tasso 4,00% al verificarsi del caso A,
  tasso 4,00% + 2 * (Euribor 3m – 4,50%) al verificarsi del caso B,
  ove:
  caso A: Euribor 3m (Act. 360) minore di 4,50%,
  caso B: Euribor 3m (Act/360) maggiore o uguale a 4,50%;
- parametro prestazione Banca: Euribor 3m;
- scadenza periodica dei pagamenti: trimestrale;

- modalità di rilevazione del parametro Euribor 3m: *in advance* (secondo giorno lavorativo antecedente la data iniziale del periodo);
- base di calcolo dei pagamenti: ACT/360;
- modalità di pagamento: scambio di differenziali ad ogni data di pagamento;
- altre previsioni: parametro Banca senza capitalizzazione degli interessi.

L'obiettivo dichiarato nell'informativa precontrattuale è quello di:

> analizzare l'esposizione su tassi d'interesse derivante […] da poste finanziarie in essere, illustrando una soluzione di gestione del rischio di tasso mediante l'utilizzo di prodotto finanziari derivati considerati gli attuali valori di mercato.

L'obiettivo – almeno nelle intenzioni – sembra (condizionale d'obbligo stante il riferimento ad una generica «soluzione di gestione del rischio di tasso» che potrebbe portare anche a "gestire" la variabilità di tasso in maniera speculativa), quindi, quello di predisporre una "copertura" che contrasti il rischio di sborsare maggiori interessi sull'operazione garantita a causa di un aumento del relativo tasso di interesse.

La Banca "paga" al cliente (per differenziali) una prestazione calcolata rapportando al nozionale (soggetto ad ammortamento) il tasso Euribor a tre mesi. Il Cliente, dal canto suo, "paga" alla Banca (sempre per differenziali) la prestazione sopra determinata.

A differenza dell'Irs *plain vanilla* sopra analizzato, in questo caso la struttura dello *swap* è abbastanza complessa: con il semplice intuito non è possibile infatti conoscere i rischi e i benefici dell'operazione, considerata la presenza di scenari-barriera (caso A e caso B), la presenza di un algoritmo di calcolo della prestazione del Cliente abbastanza strutturato (si noti la presenza di un effetto leva determinato dal fattore "*2 per*") e il variare, in aumento, delle condizioni contrattuali in corso di rapporto (c.d. "clausola di *step-up*").

L'Euribor a tre mesi che la Banca paga al Cliente è il medesimo tasso che il Cliente paga su un'altra operazione finanziaria (nel caso di specie: *leasing* finanziario). L'importo nozionale del derivato, soggetto ad ammortamento costante, risulta in questo caso superiore al piano di ammortamento dal pagamento dei canoni del *leasing* finanziario, realizzando una copertura eccedente il dovuto. Sulla parte

eccedente, il cliente, in tutto e per tutto, "specula" sull'andamento del parametro (Euribor a tre mesi).

Attraverso alcune simulazioni, è possibile verificare che il meccanismo di determinazione delle prestazioni è ingegnerizzato in modo tale che, tanto in caso di decremento del tasso Euribor tre mesi che di forti incrementi di tale parametro, il cliente è gravato del pagamento dei differenziali in favore della banca, potendo esso realizzare un risultato positivo solamente se la misura del parametro rientra entro un limitato *range* di valori, variabile in relazione allo *step* della prestazione.

La copertura, quindi, non può verificarsi e, di conseguenza, non può nemmeno considerarsi efficace, poiché se il tasso variabile cresce il cliente non è protetto contro l'indesiderato aumento della "quota interessi" implicita nel canone di *leasing*.

La complessità tecnica dello strumento, inoltre, è aggravata dal fatto che in presenza di barriere (in caso di tassi di interesse: opzioni *cap* e *floor* implicite nello *swap*), la determinazione del valore del derivato in un determinato istante (tipo alla data della sua stipula) è assai difficoltosa senza alcuni strumenti (professionali e tecnici, come l'accesso a *service provider* del tipo *Bloomberg* o *Reuters*, che danno accesso a basi di dati – tipo tassi di interesse a termine – e ad applicazioni finanziario-quantitative – tipo modelli per la valutazione, intera o scomposta, dello strumento analizzato – che non si trovano, o si trovano con molta difficoltà, altrove) cui si serve l'odierna finanza quantitativa.

2.2. *Le questioni dibattute nelle aule di giustizia.*

Con pungente sarcasmo, un'autorevole dottrina ha recentemente appuntato che «le gravi perdite economiche conseguenti [al generalizzato calo dei tassi di interessi interbancari] e la confusione generata da numerose contrastanti sentenze hanno favorito uno "tsunami" di cause ed arbitrati nei quali l'attore richiede al giudice di pronunciarsi su tutta la casistica di patologia del contratto prevista dalla legge: nullità per difetto di causa in concreto, nullità per mancanza di elementi essenziali del contratto, nullità per indeterminatezza dell'oggetto del contratto, nullità per violazione norme imperative, nullità del contratto quadro per mancato ade-

guamento alla normativa nel frattempo modificata, annullamento per errore e/o per dolo, risoluzione, risarcimento dei danni per responsabilità contrattuale, extra-contrattuale, precontrattuale, invalidità della dichiarazione ex art. 31 Reg. Consob n. 11522 del 1998, violazione delle norme sul conflitto di interessi, violazione dell'obbligo di adeguatezza, violazione degli obblighi informativi e degli obblighi di correttezza, trasparenza, informazione e professionalità dell'intermediario ai sensi dell'art. 21 t.u.f., violazione degli artt. 1175, 1176, 1322, 1325, 1346, 1338, 1375, 1418, 1427, 1710, 1815, e 2043 c.c., finanche alla violazione delle norme sull'usura. In sostanza, l'unica richiesta non ancora effettuata nelle varie cause susseguitesi pare essere unicamente la rescissione» [107].

La critica è, in questo caso, oltre che lecita altresì fondata. Pur non condividendo le conclusioni a cui giunge l'autore, le gravi perdite in derivati sofferte dalle imprese non finanziarie – fra cui anche molti enti locali quali comuni, province e regioni ed enti da essi controllati, con conseguente sensibilizzazione "politica" della vicenda – conseguenti al generale calo dei tassi di interesse, hanno portato alla diffusa contestazione, in varie forme e con intenti non sempre esenti da opportunismo, dei contratti da esse sottoscritti; i giudizi che ne sono scaturiti, vuoi per la complessità, per l'elevato tecnicismo, per la settorialità della disciplina o per la relativa novità della materia, d'altro canto, hanno portato a decisioni giurisprudenziali frammentarie, disarticolate, permeate da un più o meno apparente "salomonico compromesso" ovvero di estremo "pragmatismo valoriale", velate da un approccio ispirato ad un "decidere per valori" [108], da cui – si sia d'accordo o

[107] CAPUTO NASSETTI, *Funzione di copertura parziale di uno swap di pagamenti e mancanza della formula di calcolo del mark-to-market: la babele continua*, in *BBTC*, 2017, 2, p. 443 ss.

[108] PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela:* quid noctis*?*, cit., p. 383 ss.: «il decidere per fattispecie risulta sempre più soppiantato da un giudicare per (od orientato ai) valori: i quali notoriamente "si appoggiano soltanto su sé stessi"». L'autore, criticando l'utilizzo indiscriminato del strumento rimediale della nullità, denuncia il venirsi a creare di una «*dottrina delle Corti*» basata unicamente su un «decidere per valori», nel senso di decisione impropria frutto di una «presa di posizione dinanzi ad un episodio di vita»: «ed allora la giurisprudenza sui derivati non come un episodio, persuasivo o discutibile poco importa, di applicazione normativa quanto e piuttosto emblema di una vicenda che vede le Corti attuare un valore, formalizzando un "incalcolabile giudizio di approvazione" o "di disapprovazione", col secondo oscurante decisamente il primo? Per inciso la teorica di una *Materialisierung*, col suo corredo di argomenti miranti ad assicurare un plafond di effettività all'*Entscheidungs – freiheit* dell'investito-

meno con le conclusioni ermeneutiche cui si perviene – deve giustamente rifuggirsi, ché sempre l'interpretazione del sistema giuridico e l'applicazione delle norme ai fatti accertati deve imperniare la decisione, non l'opinione sui fatti poco o tanto scagionata da un'interpretazione delle norme del sistema giuridico.

La motivazione di alcune pronunce rese in materia di contratti di *swap* sembra, quindi, a tratti affermarsi su un eccesso dogmatico, influenzato dall'avvicendarsi di alcuni risonanti precedenti affermati dalla recente giurisprudenza meritoria, si pensi al noto concetto, dinnanzi analizzato, di *razionalità* dell'alea [109] oppure all'equazione "derivato speculativo *uguale* scommessa" [110]. I pregiudizi sono duri a morire, anche quelli di segno opposto, come quello concernente la speculare affermazione "derivato di copertura *uguale* assicurazione" [111] e

---

re, è espressione di una logica consimile, al netto evidentemente della fondamentale differenza di assentire e non dissentire – plausibilmente! – da una giurisprudenza militante, creativa in quanto sempre più incline a scandagliare il livello "degli interessi materiali" sottesi al contratto.».

[109] Concetto affermato, tra i primi, da App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit., e ripreso, in svariati modi, da altre sentenze: tra le tante Trib. Torino, 17 gennaio 2014, cit.; App. Torino, 27 luglio 2016, n. 1725, in *Dirittobancario.it*; Trib. Roma, 8 gennaio 2016, n. 212, in *Ilcaso.*it. Le sentenze convergono nello stabilire la nullità per difetto di causa in concreto ovvero per non meritevolezza degli interessi perseguiti dal contratto atipico concretamente stipulato, facendo riferimento al concetto indicato sotto varie forme: alea non bilaterale, non razionale, squilibrata, unilaterale, sbilanciata. Altra corrente mitiga il fenomeno, come Trib. Taranto, 21 aprile 2014, in *Dirittobancario.*it, la quale afferma che solo uno squilibrio grave dell'alea può inficiare la causa del contratto, non essendo prescritto alcun obbligo di concludere operazioni perfettamente equilibrate. Trib. Roma, 1 marzo 2017, in *Ilcaso.it*, sposta invece l'accento sulla prevedibilità dell'alea, escludendo che una forte diminuzione del tasso sia sufficiente ad invalidare il contratto.

[110] App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459/2013, cit. Come verrà detto anche *infra*, tale equivalenza non giova granché all'analisi: l'aleggiare del profilo della scommessa (tollerata o legalmente autorizzata che sia), se da un lato aiuta a focalizzare che i derivati puramente speculativi non godono di grandi argomenti per essere considerati unanimemente meritevoli di tutela, dall'altro enfatizza eccessivamente il concetto di pericolosità dello strumento, che se utilizzato ai fini di una ponderata copertura rimane un contratto aleatorio ma i cui risultati economici sono funzionali a sterilizzare gli effetti di un determinato evento (es. aumento/diminuzione del tasso di interesse); in altre parole se si dicesse "contratto aleatorio" in luogo di "scommessa legalmente autorizzata" nulla cambierebbe quanto ai termini della questione.

[111] È una tendenza generalizzata, anche in giurisprudenza, accostare lo *swap* di protezione al contratto di assicurazione: Trib. Milano, 26 maggio 1994, cit.; Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, in *Giur. comm.*, 2007, II, p. 131; Trib. Venezia, 25 ottobre 2007, in *Ilcaso.it*; Trib. Napoli, 30 ottobre 2012, in *Dirittobancario.it*. Se l'accostamento può essere utile per definire, a grandi linee, la funzione dello *swap*, in realtà i due contratti hanno struttura alquanto differente: condividono la natura aleatoria, la rilevanza causale del rischio (e si può convenire che se lo *swap* manca assolutamente dell'alea il contratto deve considerarsi nullo tanto quanto mancasse il rischio nell'assicurazione, in

quello per cui il cliente che ha sottoscritto un derivato non può, pressoché mai, dolersi dello sfavorevole andamento del parametro (ad es. tasso di interesse) che ha ingenerato la perdita da esso sofferta [112].

La critica, quindi, appare, almeno in ciò, fondata. Ciò nonostante, ogni generalizzazione fa almeno un torto, e qui pare essercene decisamente più d'uno: ci sono effettivamente delle patologie e delle evidenti contraddizioni nella contrattazione in derivati stipulati fra imprese finanziarie ed enti non finanziari e di ciò se ne deve tenere conto.

Analizziamo quindi i temi che stanno impegnando le aule di giustizia e le pagine dei più autorevoli commentatori, premettendo che, per non cadere nell'errore sopra accennato, è bene adottare un approccio dubitativo, poiché la tentazione di elevare un principio a dogma mal si concilia con la complessità della materia. Vale a dire, ogni principio enunciato deve essere contestualizzato e ogni caso deve essere valutato senza aprioristiche generalizzazioni.

Poiché in tale sede si affronterà la causa del contratto di Irs, non si potrà trattare, o si tratterà solo incidentalmente, delle questioni, comunque rilevanti, concernenti la dichiarazione di "operatore qualificato" che ha caratterizzato la disciplina *ante MiFID* (art. 31 dell'abrogato Reg. Intermediari n. 11522/1998) [113], la tutela apprestata ai clienti "al dettaglio" (art. 26, co. 1, lett. *e*), e art. 27 e ss. del reg. intermediari n. 16190/2007), il giudizio di "adeguatezza" (artt. 39 e 40 del reg. intermediari n. 16190/2007) ovvero di "appropriatezza" (artt. 41 e 42 del reg. intermediari n. 16190/2007) dell'operazione al profilo dell'investitore, lo *ius poenitendi* (art. 30 del Tuf) [114] e il dibattito, recentemente riaffiorato, sul requisito

---

tal caso nulla a sensi dell'art. 1895 c.c.), ma divergono, in misura sostanziale, nell'oggetto del contratto e nella conformazione delle prestazioni corrispettive (scambio di premio contro trasferimento del rischio nell'assicurazione – scambio di flussi finanziari finalizzati alla trasformazione del rischio nello *swap*) nonché nell'attività di impresa (quella assicurativa) che li distribuisce.

[112] «L'andamento del mercato dei tassi che non ha comportato quei flussi finanziari che il cliente si attendeva non è circostanza di per sé significativa, in quanto occorrerebbe allegare e dimostrare che il contratto escludesse in radice ogni concreta possibilità che il flusso finanziario potesse essere a favore del cliente»: App. Venezia, 15 settembre 2015, citata da CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni su tassi di interesse*, cit., p. 316, nt. 64.

[113] Cfr. note 14 e 15.

[114] Cass., Sez. un., 3 giugno 2013, n. 13905, in *Iusexplorer.it*, secondo cui il diritto di recesso

della forma scritta richiesta *ad substantiam* per la conclusione dei contratti-quadro (art. 23 Tuf) [115].

I temi che hanno impegnato l'analisi dottrinaria e giurisprudenziale possono essere così sintetizzati, anche se spesse volte le questioni risultano tra loro interrelate e spesso confuse:

(a) causa (in concreto) mancante ovvero illecita ovvero non meritevole di tutela, perché l'alea sottesa al derivato è non razionale, unilaterale, sbilanciata, non coerente, ecc.;

(b) causa (in concreto) mancante ovvero illecita ovvero non meritevole di tutela per mancata indicazione del *mark to market* (o valore equo) dello strumento negoziato e/o per assenza di divulgazione in favore dell'investitore del rapporto rischi/benefici sotteso al contratto, anche attraverso un'analisi di scenario;

(c) causa (in concreto) mancante per la presenza di un *mark to market* (o valore equo) del derivato negativo al momento della sua stipula, non compensato o non debitamente compensato dall'erogazione di un importo a titolo di *up-front*;

(d) causa (in concreto) mancante ovvero illecita ovvero non meritevole di tutela, per speculatività dell'operazione causata dell'inidoneità dello strumento ad assolvere la funzione di copertura per la quale era stato concepito e stipulato;

(e) causa (in concreto) mancante ovvero illecita ovvero non meritevole di tutela, per speculatività dell'operazione in quanto finalizzata unicamente alla rine-

---

di cui all'art. 30 del Tuf deve essere riconosciuto anche ai servizi di investimento differenti da quelli di collocamento e di gestione di portafogli di strumenti finanziari offerti e stipulati fuori dalla sede dell'intermediario.

[115] La Corte di Cassazione ha rimesso alle Sezioni Unite la questione concernente il corretto adempimento dell'obbligo di sottoscrizione del contratto di investimento: Cass., 27 aprile 2017, n. 10447 (ordinanza interlocutoria), in *Iusexplorer.it*. Difatti, Cass., 24 marzo 2016, n. 5919, in *Ilcaso.it*, ha causato un contrasto in seno alla Suprema Corte sancendo l'obbligo, a pena di nullità relativa, dell'apposizione della firma del responsabile della banca sul contratto di investimento sin dalla sua stipula, obbligo non surrogabile con altri mezzi (convalida, confessione, successiva sottoscrizione). La recentissima Cass., Sez. un., 16 gennaio 2018, n. 898, in *Ilcaso.it*, dopo aver ribadito le analogie tra contratto-quadro e mandato, si è pronunciata nel senso della non obbligatorietà della sottoscrizione del documento contrattuale anche ad opera dell'intermediario, ravvisando nel requisito della forma scritta dei contratti di investimento (ma analoga questione può sorgere, peraltro, per i contratti bancari), e quindi della loro sottoscrizione, una forma di tutela ad esclusivo interesse dell'investitore, il quale può dolersi solamente del vizio della propria sottoscrizione, non di quella (assente o carente) dell'intermediario.

goziazione di precedenti contratti derivati “in perdita”;

(f) causa (in concreto) mancante ovvero illecita ovvero non meritevole di tutela perché il contratto, frutto della combinazione di differenti strumenti derivati (ad es. opzioni), ha una marcata funzione speculativa non voluta ovvero perché non assolve la funzione per la quale il contratto era stato concluso ovvero possiede un’alea irrazionale, sbilanciata, non coerente, ecc.;

(g) indeterminatezza dell’oggetto contrattuale identificato (anche) nel *mark to market* (o valore equo) dello strumento;

(h) nullità dello *swap* stipulato da un ente locale contravvenendo alle norme imperative di cui all’art. 41 della l. 448/2001 e dell’art. 3 del d.m. 389/2001.

CAPITOLO III
CAUSA, ALEATORIETÀ E *AFFARI* CONNESSI

3.1. *Il "materialismo" della causa contrattuale negli* swaps*: la causa in concreto; l'alea e la scommessa; il ruolo dell'intermediario.*

Abbiamo detto della struttura elementare dello *swap*. Abbiamo altresì affrontato, almeno superficialmente, le caratteristiche di tale strumento, tanto quelle tecnico-economiche che quelle giuridiche, analizzando altresì la struttura di alcuni contratti di *interest rate swap* effettivamente stipulati e le problematiche che ne possono derivare.

Ora, è interessate capire che cosa ha (ri)catturato l'attenzione su tali strumenti: il secondo filone giurisprudenziale di cui si diceva, è stato inaugurato da alcuni *leading cases* della giurisprudenza meritoria, *in primis* quella meneghina, che hanno dilatato esponenzialmente il dibattito, anche dottrinario, con riflessi su note questioni civilistiche, su tutte quella sulla causa del contratto (nella sua variante "concreta"), sull'alea dei contratti (aleatori e commutativi), sull'equità contrattuale, sulla tutela generalizzata (a prescindere dalle singole normative di settore) del contraente debole o meno informato e sul rapporto tra (tutela della) singola operazione e (tutela dell')intero mercato.

Tra le molte pronunce rese, di particolare interesse è la pluricommentata sentenza n. 3459/2013 della Corte di Appello di Milano [116], con la sua ampia e ricostruttiva motivazione in punto di causa (tanto "in astratto" che "in concreto") del contratto di *swap* e della relazione intercorrente fra essa e gli obblighi informativo-consulenziali in capo all'intermediario, la determinazione e la rappresentazione al cliente – oltre che di adeguate analisi di scenario – del *mark to market* dello strumento, la razionalità e la misurabilità della componente aleatoria del contratto, la presenza di perdite implicite non adeguatamente compensate dall'erogazione di un *up-front* e la conseguente presenza di costi occulti incorporati nello strumento. Il percorso logico seguito in motivazione non è esente da critiche, ma lodevole comunque di citazione.

[116] App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit.

La pronuncia parte da una condivisibile questione di fondo, che funge da guida per la risoluzione delle varie anomalie che si possono riscontrare nell'operatività in derivati:

> ai sensi dell'art. 21 Tuf, è dovere inderogabile dell'intermediario finanziario agire, nella sostanza, quale cooperatore del cliente e nel suo esclusivo interesse, secondo il modello proprio della causa mandati (e non della causa vendendi, con conseguente inoperatività del canone del caveat emptor) […] atteso che l'intermediario conserva "intatti" i doveri delineati nell'art. 21 Tuf anche in presenza della dichiarazione ex art. 31 Reg. Interm. […] Inoltre, nella negoziazione di contratti derivati over the counter, come gli interest rate swap, i doveri di cui all'art. 21 Tuf presentano caratteri peculiari. L'intermediario, allorché negozia un interest rate swap, deve prestare una specifica consulenza al cliente, indipendentemente dalla conclusione di un apposito contratto consulenziale, sul solo presupposto che la natura stessa dello strumento finanziario richiede che nella definizione dei suoi contenuti -e quindi delle condizioni dell'alea- l'intermediario si raffiguri il miglior interesse del cliente, del tutto irrilevante restando il motivo che lo abbia indotto a contrattare, sia esso si copertura o speculativo.

Alla base dell'impostazione del rapporto intermediario-cliente sul modello della *causa mandati*, con conseguente inoperatività del canone *caveat emptor*, la sentenza prescrive un dovere di vera e propria collaborazione e cooperazione tra intermediario finanziario e proprio cliente (rapporto che presuppone e supera in fatto di incisività il generale dovere di buona fede contrattuale che sottintende ogni tipo di negoziazione, compresa quella di "mero scambio") derivante non solo dagli obblighi prescritti dall'art. 21 Tuf, tra cui, *in primis*, quello di «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati», ma altresì dal fatto che:

> la contrattazione in contratti derivati c.d. *over the counter*, a differenza di quella in derivati uniformi, porta con sé un naturale stato di conflittualità tra intermediario e cliente, che discende dall'assommarsi, nel medesimo soggetto, delle qualità di offerente e di consulente.

Già da queste poche parole emerge l'evidente paradosso che caratterizza la conclusione di molti contratti dell'intermediazione finanziaria (e in particolare dei derivati negoziati fuori dai mercati regolamentati), derivante dall'imposizione del modello della "cooperazione" alla negoziazione (per conto proprio) in strumenti finanziari emessi ovvero predisposti dall'impresa di investimento: l'intermediario che agisce in contropartita diretta con l'investitore e che, per l'effetto, tende alla

massimizzazione del proprio profitto o, comunque, deve orientare ogni sua azione al fine di un'adeguata remunerazione [117], deve contemporaneamente collaborare con l'investitore, quale "mandatario" di quest'ultimo, al fine di tutelare anche gli interessi altrui, i quali però sono però antitetici ai propri… il conflitto di interessi che si viene a creare nella negoziazione in contropartita diretta di derivati *over the counter*, quindi, non solo è evidente, ma è stato addirittura definito immanente [118].

La sentenza in commento si spinge oltre, affermando che:

> costituisce principio ormai consolidato che l'Intermediario deve agire curando *al meglio* l'interesse dell'investitore, alla stregua di un cooperatore sostanziale di quest'ultimo, a tutela dell'integrità dei mercati, quale principio di ordine pubblico economico (art. 21 Tuf) e -quindi- come è stato acutamente evidenziato in dottrina, come vero e proprio *titolare di un ufficio di diritto privato*. È in questa prospettiva che l'IRS si manifesta, squisitamente, come l'*atto gestorio* posto in essere dall'intermediario nella sua veste di mandatario in forza del contratto concluso ai sensi dell'art. 23 Tuf.

La trama si infittisce e il paradosso sembra essere sempre più manifesto e irrisolvibile: l'intermediario, in tale "gioco", rivestirebbe contemporaneamente il duplice ruolo di produttore-venditore e mandatario-consulente; anzi, la seconda veste (quella del consulente del proprio cliente), nella negoziazione per conto proprio di strumenti finanziari illiquidi, dovrebbe necessariamente accompagnare la scelta di ricoprire la prima (quella di produttore e collocatore dello strumento) [119].

"Tutti i cretesi sono mentitori" affermava il cretese Epimenide enunciando il

---

[117] È questa una declinazione dei principi della sana e prudente gestione – art. 5 d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 – nonché della stabilità e del buon finanziamento del sistema finanziario – art. 5 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – che i soggetti abilitati rispettivamente all'esercizio dell'attività bancaria e finanziaria devono rispettare, i quali non permettono ai soggetti vigilati di intraprendere operazioni che, in base ad una valutazione *ex ante*, non possano portare ad un profitto, anche indirettamente, ovvero non abbiano, perlomeno, un valore "strategico" e, quindi, un profitto almeno potenziale, per la banca o l'impresa di investimento.

[118] Trib. Milano, 13 febbraio 2014, n. 3145, in *Dirittobancario.it*.

[119] È questa, altresì, la linea guida della Consob: «con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, […] l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) "su misura" per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti» (CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., p. 9).

più antico di tutti i paradossi logici, qual è il paradosso del mentitore [120]; così, l'intermediario sembra affermare il vero e il falso contemporaneamente (e quindi nulla dice!) tutte le volte in cui presta, accanto al servizio di negoziazione in contropartita diretta di prodotti finanziari non liquidi, quello di consulenza in materia di investimenti: nel caso della contrattazione di derivati OTC, può dire il vero solo se, nell'interesse del cliente (e dell'integrità dei mercati finanziari: art. 21 Tuf) afferma di negoziare un prodotto – secondo probabilità – per esso sconveniente; ma, contemporaneamente, non può che dire il falso (o al limite omettere di dire, negando la propria disponibilità a porre in essere una tale operazione), giacché una negoziazione di tal fatta sarebbe impossibile da contrarre, perché è precluso all'intermediario finanziario porre in essere operazioni che, secondo probabilità, partono "in perdita". Specularmente – ed è il classico caso che si verifica nell'intermediazione di strumenti finanziari OTC – dice il vero e il falso nella medesima proposizione l'intermediario che propone come adeguato all'investitore un derivato da esso stesso creato con la ragionevole probabilità di trarci un profitto pari allo svantaggio procurato al proprio cliente.

Il conflitto di interesse che si viene a creare è evidente ed è descrivibile, sempre per paradossi ragionando, attraverso un'altra versione del citato paradosso del mentitore in cui su un medesimo foglio di carta viene scritto su una facciata "la proposizione scritta sull'altro lato di questo biglietto è vera" e sull'altra "la proposizione scritta sull'altro lato di questo biglietto è falsa", proposta dal matematico francese Jourdain [121]: nel nostro caso, il primo lato del foglio è costituito dal contratto-quadro e/o dal documento informativo sui rischi generali, l'altro lato è l'accettazione dell'ordine di negoziazione.

Insomma, paradossi a parte, il rischio è duplice e consiste nel creare o una consulenza ontologicamente errata tutte le volte in cui l'intermediario cura professionalmente, com'è suo dovere, i propri legittimi interessi ovvero il prodotto è autoreferenzialmente idoneo all'investitore, in quanto la consulenza fornita dall'intermediario non può spingersi sino a ledere i propri interessi economici e

[120] FALLETTA, *Il libro dei paradossi*, Milano, 2017, p. 89.
[121] FALLETTA, *op. loc. cit*.

quindi, nella sostanza, la consulenza non c'è ovvero risiede unicamente nella divulgazione delle caratteristiche e dei rischi insiti allo strumento finanziario OTC negoziato (ma tale non sembra essere una vera e propria consulenza [122], bensì, una mera *disclosure* tecnico-giuridica sul prodotto o, in taluni casi, sulla classe di prodotto [123], in ogni caso dovuta al cliente [124], a prescindere dalla presenza di uno specifico obbligo consulenziale sia esso avente natura contrattuale o normativa e a prescindere altresì dalla rischiosità del prodotto negoziato).

In realtà una soluzione potrebbe esserci, e risiede in un compromesso già sperimentato dal mercato assicurativo [125] e nell'assunzione che, nella realtà, si verifi-

---

[122] Per "consulenza in materia di investimenti" s'intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione: cfr. art. 1, co. 5-*septies*, Tuf e ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato immobiliare*, cit., p. 99. Tale servizio è l'unico tra quelli elencati al comma 5 dell'art. 1 del Tuf che sfugge alla riserva di attività di cui all'art. 18 Tuf: possono prestare la consulenza in materia di investimenti altresì i consulenti c.d. "*fee only*", vale a dire i consulenti finanziari autonomi (art. 18-*bis* Tuf) e le società di consulenza finanziaria (art. 18-*ter* Tuf) iscritti nell'apposito albo.

[123] Lo specifico servizio di consulenza in materia di investimenti deve infatti essere rivolto ad uno specifico soggetto (la raccomandazione deve essere personalizzata – non deve essere una mera informazione rivolta al pubblico) e riguardare un determinato strumento finanziario (la raccomandazione deve essere personalizzata riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario): v. nota precedente; in altre parole, il consiglio o la raccomandazione sono «basati sulla considerazione specifica delle esigenze e delle caratteristiche di un determinato investitore»: ANNUNZIATA, *op. cit.*, p. 100. Un consiglio o una raccomandazione generale riguardante generiche operazioni in strumenti finanziari rientra, piuttosto, tra i "servizi accessori" e, nello specifico, in quello previsto dalla lettera *f*) dell'art. 1, co. 6, Tuf (la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari).

[124] Ai sensi dell'art. 27 ss. reg. intermediari n. 16190/2007.

[125] L'attività assicurativa è d'esempio ad una gestione efficiente di contrapposti interessi: a livello di impresa (ma non di singolo contratto) i rischi tendono ad annullarsi sistemicamente; così in materia di contratti derivati, l'impresa finanziaria costruisce un portafoglio di derivati bilanciato o, comunque, dal rischio ponderato. Tale considerazione, però, non risolve il dilemma, poiché la struttura contrattuale dei derivati – che hanno schemi contrattuali e rischi connessi tra loro molto differenti – non sempre si attaglia ad un confronto di tal fatta; in particolare, mentre l'assicuratore ha diritto alla percezione di un premio (dall'importo predeterminato, almeno in via generale) contro il *trasferimento* di un rischio anch'esso finito (il rischio assicurato delimitato, in linea di massima, dal massimale di copertura, ponderato per la possibilità di accadimento dell'evento incerto, il quale spesse volte può essere "sistemizzato") l'intermediario finanziario che negozia uno *swap* ha diritto ad un guadagno aleatorio, non determinabile *ex ante*, in relazione alla prestazione che è al-

ca spesso che investitori dotati di una forte avversità al rischio possono voler porre in essere operazioni (di copertura) non profittevoli con il solo intento di non doversi preoccupare della possibilità (ancorché più o meno remota) di accadimento di un certo evento [126].

La sentenza, traspone le caratteristiche tecniche del contratto di *interest rate swap* in chiave giuridica aderendo in premessa alla teoria del derivato come *scommessa legalmente autorizzata* e identificando la causa di tale contratto nella creazione (razionale e consapevole) di alee reciproche e bilaterali:

> la […] causa [del contratto derivato], ritenuta meritevole dal legislatore dell'intermediazione finanziaria, risiede nella consapevole e razionale creazione di alee che, nei derivati c.d. simmetrici, sono reciproche e bilaterali. […] Ed il carattere fittizio, non reale, del richiamo al nozionale appare perfettamente coerente con la ricostruzione del derivato in termini di scommessa.

Così, si verifica che l'intermediario condivide con l'investitore l'alea di tale "scommessa":

> non appare revocabile in dubbio che l'oggetto del contratto swap si sostanzia, in ogni caso, nella creazione di alee reciproche e bilaterali: sicché è inconcepibile che la qualità e la quantità delle alee, oggetto del contratto, siano ignote ad uno dei contraenti ed estranee all'oggetto dell'accordo. […] Orbene, nel derivato OTC l'oggetto è uno scambio di differenziali a determinate scadenze. Ma la sua causa risiede in una scommessa che ambo le parti assumono. E nella scommessa legalmente autorizzata, come quella ritenuta meritevole di tutela da parte del legislatore finanziario, l'alea non può che essere (deve essere!) *razionale* per entrambi gli scommettitori: e ciò a prescindere dall'intento che ha determinato la conclusione del contratto. Sia esso di copertura, ovvero speculativo.

La citata sentenza della Corte di Appello in commento precisa altresì che:

> come per qualsiasi contratto di scommessa, esso è bensì validamente concluso alle condizioni che piacciono agli scommettitori, ma la *ratio* del riconoscimento legislativo risiede nella *razionalità* delle contrattazioni, che presuppone la misurabilità dell'alea secondo cri-

---

trettanto incerta, ancorché stimabile, ma che si sostanzia (non nel trasferimento ma) nello *scambio* di rischi.

[126] In tal caso assume particolare importanza la consapevolezza dell'investitore di porre in essere un'operazione per esso svantaggiosa ma, comunque, utile; tale considerazione ha come limite estremo l'assunzione di un rischio *possibile* ancorché non probabile: se la misura di rischio assunta dall'impresa di investimento sarà pari o tendente a zero, riversando tutto le probabilità di perdita sull'investitore, tale assunzione non conserverà la propria validità: quale investitore razionale, pur con un grado di avversione al rischio notevole, vorrebbe partecipare ad un contratto ove il rischio di trarne un vantaggio oltre a non essere probabile risulta altresì impossibile o quasi?

teri scientifici, pur non essendo richiesto che vi sia *equilibrio* tra le alee.

Non si discute quindi dello squilibrio economico ovvero dell'iniquità delle prestazioni corrispettive e nemmeno della conoscibilità di tale squilibrio da parte dell'investitore (o non si discute solo di ciò): ciò che rileva è, piuttosto, lo snaturamento del meccanismo aleatorio intrinseco al derivato OTC attraverso la manipolazione dei parametri ovvero l'alterazione dell'algoritmo di base che governano la determinazione delle prestazioni attraverso la predisposizione di un contratto *ab origine* inidoneo ad assolvere la funzione per il quale era stato creato. In questo senso, quindi, non opera il canone *caveat emptor* (per il quale spettano all'acquirente l'onere ed il rischio di procedere all'accertamento delle qualità del bene compravenduto e della rispondenza del bene stesso ai propri interessi) e l'intermediario deve farsi carico non solo di fornire al proprio cliente le informazioni sugli elementi strutturali del contratto e sui rischi e sui benefici specifici dello strumento negoziato, oltre che valutare l'adeguatezza/appropriatezza dell'operazione al profilo di rischio dell'investitore [127], ma, altresì, e prima ancora, deve ingegnerizzare il prodotto stesso in modo tale che possa assolvere alla funzione concretamente voluta e, per tale via, essere (almeno potenzialmente) idoneo a perseguire gli interessi dell'investitore (in particolare, quello di protezione, ad esempio, contro la temuta variazione di tasso di interesse e/o valutario derivante da una certa esposizione debitoria – presente o futura –, per una certa misura, intensità e dimensione temporale) [128]; in ciò si materializza il rapporto *manda-*

[127] In difetto, la conseguenza non sembra poter essere la nullità del contratto per carenza di un suo requisito essenziale come la causa o l'oggetto – semmai si può discorrere di una nullità per difetto della forma scritta nella determinazione delle prestazioni a carico del cliente – ma, bensì, la risoluzione del contratto per inadempimento e il risarcimento del danno conseguente – ovvero il solo risarcimento del danno se il contratto ha concluso i propri effetti: cfr. Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, cit., sulla *summa divisio* tra regole di validità (del negozio) e regole di condotta (dell'intermediario) – ovvero, in taluni casi, l'annullamento del contratto per errore determinante del consenso o per dolo omissivo: BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale – II – Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, in *Contr. imp.*, 2014, 4, p. 898, il quale evidenzia che una delle ipotesi classiche di dolo omissivo è proprio quella in cui si dia un obbligo legale di informazione (ID., *op. ult. loc. cit.*, nt. 38).

[128] I contratti derivati OTC sono strumenti altamente flessibili e dinamici: essi, infatti, sembrano essere più che strumenti "finiti", vendibili "in serie", dei meri *contenitori* che devono essere "riempiti", peraltro con un certo grado di competenza tecnica, di quanto desiderato, in particolare

toriale che caratterizza il duplice ruolo di negoziatore-consulente dell'intermediario, che non è quindi un semplice "venditore" di strumenti per la protezione, l'arbitraggio, o la speculazione ma, bensì, ne è un "produttore" (su commessa) e, solo successivamente, un "commerciante".

Che debbano nettamente tenersi distinti dalla causa i motivi che hanno indotto le parti alla conclusione del contratto [129], anche in materia di derivati OTC e di contratti di *swap*, almeno a primo acchito, sembrerebbe essere cosa ovvia e scontata; in una visione interpretativa avulsa dalla particolare normativa di settore dell'intermediazione finanziaria e, in particolare, della cogenza dell'art. 21 Tuf, «il motivo, sia esso di copertura, speculazione, arbitraggio, ecc., non incide sul tipo contrattuale né sulla sua causa» [130]; la distinzione tra (meri) motivi e causa rimane valida anche quando, come si vedrà *infra* (par. 4.3), una netta separazione dei primi dai secondi non è affatto scontata né utile [131].

---

di tutti quegli elementi che assolvono a determinare un contenuto specifico (ad es. di copertura di un'operazione attiva/passiva detenuta dall'investitore): in tale contesto possono assumere rilievo i requisiti essenziali del contratto quali l'oggetto e, soprattutto, la causa (e, per tale mezzo, la valutazione di meritevolezza degli interessi) di tale contratto (atipico) e l'istituto rimediale della nullità: cfr. par. 4.3.

[129] Secondo il tradizionale insegnamento, «altro è la causa del contratto, altri ne sono i *motivi*. La prima è la sua funzione oggettiva; ed è unica per entrambi i contraenti, sempre la stessa per i contraenti di quel determinato tipo (causa della vendita è sempre lo scambio di cosa con prezzo, sia che si venda una nave o una scatola di fiammiferi). I secondi, invece, sono le ragioni soggettive che inducono le parti al contratto: sono diversi per un contraente e per l'altro (la ragione per cui si compera un bene, la ragione per cui lo si vende) e possono essere i più diversi sia per l'uno che per l'altro (le mille ragioni per le quali ci si può indurre a comprare, le mille ragioni per le quali ci si può indurre a vendere)»: GALGANO, *Il contratto*, cit., pp. 156-157.

[130] CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 61; GIRINO, *I contratti derivati 2*, cit., p. 29: «la funzione per la quale l'investitore ricorra alla stipulazione di un contratto derivato può essere indifferentemente protettiva e speculativa, ovvero assumere entrambe le valenze […] pur esprimendo un importante chiave di lettura tecnica e delle due connesse possibilità di impiego, rimane pur sempre del tutto irrilevante sul piano civilistico, incapace di connotare lo strumento, circoscritta nell'area dei motivi della stipulazione». V. in tal senso anche: COSSU, Domestic currency swap *e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, cit., p. 162 ss.; AGOSTINELLI, *Le operazioni di* swap *e la struttura contrattuale sottostante*, cit., p. 130; BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 248.

[131] Già DE IULIIS, *Lo* swap *di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, cit., p. 391 ss., si interrogava su tale aporia, concludendo che nello *swap* si ravviserebbero una molteplicità di cause: «ci si rende conto di come nello *swap* sia necessario esplicitare l'intento negoziale delle parti, poiché la sua struttura (un mero baratto di prestazioni pecuniarie a scadenze prefissate) appare del tutto inidonea ad esprimerlo». Anche la giurisprudenza ha abbracciato, in tempi non sospetti, la tesi

Seguendo la tesi dell'assoluta irrilevanza dei motivi, alternativamente di copertura o di speculazione, la deviazione tra scopo perseguito per mezzo del contratto ed effetti del negozio concretamente stipulato comporterebbe una responsabilità di tipo precontrattuale ovvero contrattuale per ogni tipo di violazione dell'intermediario, anche quella concernente la fase genetico-strutturale del rapporto. Questa impostazione viene generalmente giustificata considerando il differente utilizzo, a parità di condizioni contrattuali, che si può fare di questo strumento (si pensi alle differenti finalità che possono risiedere in capo ai contraenti del medesimo contratto: una parte – tipo l'investitore – potrebbe volere protezione, l'altra – tipo l'intermediario – potrebbe desiderare altro, come speculare ovvero gestire in modo dinamico il rischio del proprio portafoglio derivati): per tale via le diverse conseguenze ricadenti sulla sfera economico-patrimoniale delle parti non intaccherebbero la funzione del contratto di *swap* che rimarrebbe insensibile al mutare del suo utilizzo. Inoltre, nel caso dello *swap* di copertura, non si potrebbe mai rinvenire alcun collegamento di tipo giuridico (ma solo economico) con l'originaria operazione in tassi o in divise che abbisogna di protezione [132].

In realtà, in tali tipi di contrattazioni, come si vedrà (v. *infra* par. 4.3), il confine tra motivi e causa è alquanto labile ed incerto [133] e la causa dello *swap* può

---

della pluralità delle cause: Trib. Bari, 15 luglio 2010, cit.; Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, cit.: «si tratta di un contratto […] che assume la funzione [...] di un contratto di assicurazione, se stipulato da un imprenditore in relazione ad un mutuo contratto con la banca». Tale impostazione non è uniformemente condivisa: cfr., ad es., la commentata sentenza di App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit., che, pur valorizzando il profilo causale del contratto, per mezzo del concetto di scommessa legalmente autorizzata, ravvisa nel derivato OTC la presenza di una causa unica che prescinde dall'utilizzo (di copertura *vs* speculativo) che si può fare dello strumento.

[132] COSSU, Domestic currency swap *e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, cit., p. 162 ss.; GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, cit., p. 131 ss. In tal senso, ad esempio, veniva interpretato l'art. 41, co. 2, della legge finanziaria 2002 (l. n. 448 del 2001, pubblicata nel suppl. ord. n. 285 alla Gazzetta Ufficiale, 29 dicembre 2001, n. 301), che obbligava gli enti pubblici territoriali emittenti prestiti obbligazionari con rimborso unico alla scadenza a sottoscrivere preventivamente uno *swap* per l'ammortamento del debito: la norma veniva così considerata come un mero obbligo a rendere evidenti – quale requisito di validità del negozio – esclusivamente i motivi delle parti attraverso tale collegamento negoziale: CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 62; sul tema, con tesi parzialmente contraria, v. ad es. DE IULIIS, *Lo* swap *di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, cit., p. 391 ss., che in ciò trova una conferma legislativa alla tesi della molteplicità di cause dello *swap*.

[133] DI MAJO, voce *Causa del negozio giuridico*, in *Enc. giur. Trecc.*, IV, Roma, 1988, pp. 8-9,

trovarsi facilmente contaminata delle finalità (specialmente quelle di copertura) dell'investitore, in ragione dell'ampia duttilità dello strumento contrattuale e del ruolo "istituzionale" dell'intermediario.

Si è dell'avviso, altresì, che il rapporto tra derivato di protezione e operazione oggetto di copertura non può ridursi in termini di "astrattezza" e, quindi, alla reciproca indifferenza. Ad esempio, un collegamento negoziale tra Irs e operazione da proteggere non può escludersi in radice e, anzi, può risultare molto proficuo per regolare la sorte di quei contratti di copertura in cui sopravviene un evento [134] che li rende privi di qualsiasi utilità. La formazione di contratti tra loro collegati (*rectius* lo *swap* collegato alla singola operazione oggetto di copertura) [135] potrà ri-

---

sull'identificazione degli interessi *apprezzabili* con quelli espressi *dalla causa*: «per principio di *irrilevanza dei motivi* si intende tradizionalmente il principio in base al quale soltanto ciò che ha trovato espressione nel contenuto del contratto (e nelle singole clausole di esso) può ottenere riconoscimento giuridico, sia in senso *positivo* che *negativo*. Esigenze dunque connesse alla sicurezza degli scambi, alla gelosa difesa dell'autonomia della volontà, alla diffidenza verso il potere dei giudici, hanno indotto le dottrine ad esasperare la contrapposizione tra *causa* e *motivi* e ad assegnare soltanto alla causa, *oggettiva* ed *astratta*, la funzione di circoscrivere l'ambito degli interessi apprezzabili. Una tale visuale appare tuttavia riduttiva e schematica»; pur negando rilevanza alla rappresentazione mentale e psicologica dei contraenti, attraverso un'analisi economica del contratto in termini di costi-benefici scevra dall'analisi della causa *oggettiva*, sarebbe possibile (e auspicabile) fare riferimento al *motivo giuridicamente rilevante*: «un motivo-interesse che è entrato a far parte dell'*assetto di interessi* nel quale si risolve il negozio […] La via che sembra indicata anche dal legislatore è quella del motivo comune ad entrambe le parti e determinante il consenso».

[134] Qualora l'operazione oggetto di copertura venga meno (ad esempio: per nullità, annullamento, risoluzione ovvero dichiarazione di inefficacia del contratto; ma anche per estinzione anticipata ovvero, ancora, per accollo esterno del debito da parte di un soggetto terzo, ecc.) pare assai forzato sostenere che la causa dello swap subisca un mutamento da "copertura" a "speculazione" oppure che il contratto, per il sopravvenire di tali eventi, divenga privo di causa e quindi nullo. La causa dello *swap* sarà, semmai, *geneticamente* di copertura o di speculazione, e lo sarà per tutta la vita del contratto, e non verrà mai a confondersi ovvero ad integrare quella dell'operazione oggetto di copertura. Il collegamento dei negozi non potrà dar vita ad un contratto "misto"; ciò nonostante, può dare origine a contratti collegati e il collegamento aiuterà a regolare la sorte del contratto derivato tutte le volte in cui il contratto dell'operazione oggetto di copertura venga meno ovvero subisca significative alterazioni.

[135] Così, in giurisprudenza, «il collegamento contrattuale […] non dà luogo ad un autonomo e nuovo contratto, ma è un meccanismo attraverso il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso, che viene regolato non per mezzo di un singolo contratto ma attraverso una pluralità coordinata di contratti, i quali conservano una loro causa autonoma, anche se ciascuno è finalizzato ad un unico regolamento dei reciproci interessi. Il criterio distintivo fra contratto unico e contratto collegato, pertanto, non è dato da elementi formali, quali l'unità o la pluralità dei documenti contrattuali (un contratto può essere unico anche se ricavabile da più testi; un unico testo può riunire più contratti) o la mera contestualità delle stipulazioni, ma da quello sostanziale

scontrarsi tutte le volte in cui le concrete modalità in cui si è concluso l'affare ovvero una clausola *ad hoc* che colleghino altresì giuridicamente le due operazioni possono prevalere sulla formale indipendenza delle negoziazioni.

La sentenza in commento, forse per superare l'*impasse* generata da tali problematiche, preferisce risolvere il problema partendo dall'utilizzo della figura (più retorica che giuridica [136]) della *scommessa legalmente autorizzata*, la quale porterebbe a riscontrare nello *swap* una causa indifferentemente di copertura o di speculazione; piuttosto, la sua attenzione viene riposta su un'altra questione, comunque rilevante, concernente la non certa determinabilità delle prestazioni corrispettive che caratterizza l'Irs al momento della sua stipula o, comunque, in un momento anteriore alla scadenza di pagamento dei differenziali periodici:

> fermo restando che gli eventi possono muoversi in un universo probabilistico e che la "probabilità" del verificarsi degli eventi costituisce un dato conosciuto dalla Banca che, proprio sulla base di esso, costruisce il prodotto, e ritenuto, non di meno, che l'alea non debba essere necessariamente simmetrica sul piano quali-quantitativo (l'investitore, purché consapevole, è sempre libero di accettare scommesse strutturate nel senso di produrre vantaggi elevati solo nelle ipotesi di accadimento molto infrequenti) gli scenari probabilistici e le conseguenze del verificarsi degli eventi devono, invero, essere definiti e conosciuti ex ante, con certezza. E così pure devono essere esplicitati nel contratto il valore del derivato, gli eventuali costi impliciti, i criteri con cui determinare le penalità in caso di recesso, Elementi tutti, che incidono sull'alea che assume la parte contrattuale. Solo così siamo in presenza di un'alea razionale.

Per il collegio meneghino, quindi, ciò che rileva, più che la causa particolare del derivato ovvero il collegamento con l'operazione economica oggetto di prote-

---

dell'unicità o pluralità degli interessi perseguiti. Infatti, il contratto collegato non è tipo particolare di contratto, ma uno strumento di regolamento degli interessi economici delle parti, caratterizzato dal fatto che le vicende che investono un contratto (invalidità, inefficacia, risoluzione, ecc.) possono ripercuotersi sull'altro, seppure non in funzione di condizionamento reciproco (ben potendo accadere che uno soltanto dei contratti sia subordinato all'altro, e non anche viceversa) e non necessariamente in rapporto di principale ed accessorio» (Cass., 28 giugno 2001, n. 8844, Cass., 24 luglio 2004, n. 14244, in *Iusexplorer.it*). Per la differenza tra contratti collegati e contratti misti v. anche SICCHIERO, voce *Contratto misto*, in *Enc. giur. Trecc.*, XVII, Roma, 2008, pp. 3-4. *Contra*: COSSU, Domestic currency swap *e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, cit., p. 162 ss., che, nel criticare quanto deciso da App. Milano, 29 giugno 2004, afferma che «la ricostruzione in termini di collegamento negoziale *strictu sensu* fa torto alla naturale attitudine del contratto di *swap* ad astrarsi ed astrarre dai negozi sottostanti».

[136] La natura di *scommessa* qui presupposta può essere infatti ricondotta alle naturali caratteristiche del contratto aleatorio (per un'analisi dei contratti aleatori v. *infra* par. 3.2).

zione, è la *razionalità* che deve possedere l'alea e la sua effettiva *misurabilità*: se questa è misurabile, ma è irrazionale, il contratto è nullo per difetto di causa; se non è misurabile, non può essere espresso un giudizio sulla sua razionalità e il contratto, nondimeno, è affetto da nullità:

> in altri termini, tutti gli elementi dell'alea e gli scenari che da essa derivano costituiscono ed integrano la causa stessa del contratto, perché appartengono alla "causa tipica" del negozio, indipendentemente dalle ricorrenti distinzioni fra scopo c.d. di copertura o speculativo *tout court*.

Ma ciò fa pensare: che c'entra la misurabilità dell'alea con la causa del negozio aleatorio? Questa non attiene già alla determinazione o alla determinabilità dell'oggetto del contratto? E la misurabilità (anche quella prospettica) delle prestazioni, su cui ruota l'alea contrattuale, non attiene già agli obblighi di divulgazione e informazione dell'intermediario, atteso che il valore degli *swaps*, anche se trattasi di strumenti illiquidi non negoziati su ampia scala, può comunque essere determinato attraverso le metodologie fornite dalla finanza quantitativa? La sentenza tenta di fugare questi dubbi:

> la nullità dei contratti di *interest rate swap* -per il rilevato difetto, in concreto, della causa ai sensi dell'art. 1418, comma 2 c.c., e per la non meritevolezza, in concreto, degli interessi perseguiti, ai sensi dell'art. 1322, comma 2 c.c.- non rappresenta, quindi, una nullità per violazione di regole di condotta dell'intermediario e non è, pertanto, incisa dai principi condivisibilmente statuiti dalle Sezioni Unite con le sentenze nn. 26724 e 26725 del 2007. Non si tratta, bene inteso, di negare rilevanza al ruolo dell'informazione, quale prioritario dovere di condotta dell'intermediario (nel superiore interesse della tutela della fiducia e della integrità dei mercati) ma, com'è proprio del soggetto professionale che predispone i termini della scommessa legalmente autorizzata, di trasferire all'interno della stessa struttura del contratto derivato la rilevanza dei dati che ne caratterizzano l'alea e che contribuiscono a definire, oltre che l'oggetto, la causa, secondo il giudizio di meritevolezza implicitamente formulato dal legislatore della materia.

Detto ciò, si capisce bene che la commistione tra alea, causa, oggetto, norme di comportamento ed oneri informativi, crea un percorso affatto tortuoso per l'interprete: occorre quindi, preliminarmente, cercare di chiarire alcuni concetti, incominciando ad affrontare, cosa si intende, nel diritto civile, per alea, per contratto aleatorio e per rilievo causale dell'alea.

3.2. *La qualificazione dello* swap *fra contratto commutativo e contratto aleatorio:*

la costante inapplicabilità dell'art. 1467 c.c.

Le pronunce rese in tema di *swap*, pur andando a risolvere questioni "operative" quali la legittimità dei costi impliciti, la rinegoziazione di *swap* in perdita con ulteriori contratti che hanno l'effetto di spostare in futuro la perdita contro un aumento della medesima, l'indeterminabilità delle prestazioni e l'incapacità di tali contratti di assolvere alla funzione per i quali erano stati posti in essere, fanno costantemente riferimento al concetto di *alea* – che a seconda delle differenti statuizioni deve essere razionale, altre volte bilaterale, equilibrata, bilanciata, ecc. – per poi dichiarare inficiata la causa contrattuale viziata dall'anomalo comportamento del requisito aleatorio.

Ma cos'è l'*alea* e come influenza la causa del contratto di *swap*?

Introducendo le caratteristiche generali del contratto di *swap*, abbiamo accennato che è un contratto a prestazioni corrispettive; la causa astratta del contratto sopra abbozzata [137], peraltro, ne giustifica la collocazione. Abbiamo inoltre affermato che la categoria non appartiene *in toto* ai contratti differenziali. La causa e l'oggetto contrattuali sembrano inoltre in vario modo "contaminati" dall'alea insita nel meccanismo contrattuale influenzata dal valore futuro di un parametro del mercato finanziario.

Date queste premesse, occorre necessariamente indagare la natura aleatoria (o meno) dello *swap* e quale tipo di alea sia in esso effettivamente presente.

Sull'argomento si è abbondantemente confrontata la dottrina [138] mentre la giurisprudenza sembra essere fermamente convinta della natura aleatoria di questo contratto [139].

---

[137] Scambio di pagamenti finalizzato alla gestione del rischio finanziario: *supra* pag. 25.

[138] A favore della generale aleatorietà del contratto di *swap* – sia esso Cs, Ircs o Irs – tra gli altri: AGOSTINELLI, *Le operazioni di* swap *e la struttura contrattuale sottostante*, cit., p. 112 ss.; INZITARI, *Il contratto di* swap, cit., p. 2458 con la sua famosa formula della "bilateralità dell'alea"; RACUGNO, *Lo swap*, cit., p. 39 ss.; BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., pp. 243-244. Sostengono l'aleatorietà di tutti i contratti derivati e non solo del contratto di *swap*: GIRINO, *I contratti derivati 2*, cit., p. 283 ss.. Sostengono invece la natura commutativa dello *swap*: CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 74; PAGNONI, *Contratti di* swap, cit., p. 1087; PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, cit., p. 63 ss.

[139] Trib. Roma, 14 settembre 2011, n. 17739, in *Iusexplorer.it*; Trib. Bari, 15 luglio 2010, cit.; Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *Iusexplorer.it*; Trib. Grosseto, 12 gennaio 2006, in *Iusexplorer.it*; Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, cit.; Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, cit.

Occorre però fare un passo indietro e cercare di capire cosa sono esattamente i contratti aleatori.

Nei vari contratti aleatori (tanto in quelli per natura che in quelli per volontà delle parti) non è facile riconoscere e distinguere il concetto di alea in essi presente e, quindi, quello specifico profilo di rischio che le parti consapevolmente assumono partecipando al negozio. Questo "rischio", però, qual che esso sia, in certo modo motiva e induce le parti a stipulare fra loro il negozio aleatorio, tanto da apparire, almeno in prima battuta, un elemento qualificante e caratterizzante l'intera categoria: in altre parole, ciò che le parti vogliono è proprio partecipare al rischio per mezzo del contratto, essendo questo non un elemento ancillare ovvero esterno o eventuale del rapporto ma, piuttosto, un elemento che le motiva a contrarre e che permette l'effettivo funzionamento del meccanismo contrattuale, senza il quale il contratto non potrebbe produrre i propri effetti.

Il rischio contrattuale è un concetto affatto astratto e impalpabile. Esso, in via del tutto generale, attiene alla possibilità [140] che un evento produca degli effetti favorevoli o sfavorevoli sul concreto assetto degli interessi contenuti in un accordo negoziale e, in ultima analisi, sulla sfera economico-patrimoniale di una o di entrambe le parti contraenti.

Rispetto al codice previgente, l'attuale costruzione della categoria ha approntato un radicale cambiamento metodologico: da un'esplicita nozione di contratto di sorte o aleatorio data dall'art. 1102 dell'abrogato codice civile del 1865, contenente anche un richiamo ai contratti sottoposti a tale disciplina (così era per il contratto di assicurazione, il prestito a tutto rischio, il giuoco, la scommessa e la rendita vitalizia), con l'avvento del codice vigente è stato lasciato all'interprete il compito di definire la categoria [141].

Il legislatore del '42, evitando di fornire una nozione di contratto aleatorio, ne ha verificato solamente la compatibilità con la disciplina generale del contratto,

---

[140] GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964, p. 75, parla – ancorché in termini generali, premettendo la non sufficienza di ogni definizione di rischio nel definire la categoria dei contratti aleatori – di possibilità (e non probabilità, in quanto quest'ultima identificherebbe un certo grado di possibilità) dell'evento.

[141] Sul punto v., tra gli altri, BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 42; GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 15.

escludendone l'applicabilità dove tale incompatibilità emergeva. Di conseguenza, la definizione della categoria deve necessariamente passare per un'analisi sistemica di quelle poche norme che trattano della disciplina dei contratti aleatori: art. 1448, co. 4, c.c. (esclusione per tali contratti del rimedio della rescissione per causa di lesione), art. 1469 c.c. (inapplicabilità della risoluzione per eccessiva onerosità ai contratti aleatori per natura o per volontà delle parti) e art. 1472, co. 2, c.c. (vendita di una cosa futura che non viene a esistenza – *emptio spei* – la quale è nulla a meno che le parti non abbiano voluto concludere un contratto aleatorio).

Anche la partizione delle varie tipologie contrattuali all'interno della categoria è stata in larga misura lasciata all'interpretazione dottrinaria. All'interno dell'odierno codice civile sono presenti solo alcuni dei contratti indicati come aleatori dal codice del 1865 e a questi, al tempo denominati contratti aleatori o di sorte, è stato dato oggi il nome, dall'art. 1469 c.c., di contratti aleatori per natura (quali la rendita vitalizia: art. 1872 e ss. c.c., il contratto di assicurazione: art. 1882 e ss. c.c., il giuoco e la scommessa: art. 1933 e ss. c.c.) [142]. Accanto ad essi si affianca, per esplicita previsione dello stesso art. 1469 c.c. e dell'ultimo comma dell'art. 1472 c.c., un'ulteriore tipologia di contratto aleatorio: quello stipulato per volontà delle parti. Questi possono essere in prima battuta definiti come quei contratti ove «lo schema generale del contratto non è aleatorio ma, in conseguenza di

[142] Anche in assenza di un esplicito richiamo, la natura stessa dei citati contratti – tutti attualmente presenti nel Titolo III del Libro IV del codice civile – suggerisce la loro collocazione nella categoria dei contratti aleatori, vuoi per la loro causa tipica (ad esempio: art. 1882 c.c. relativo alla nozione di assicurazione; ancora sull'assicurazione: l'art. 1895 c.c. rende nullo un contratto di assicurazione privo di rischio; ancora: la causa negoziale del gioco e della scommessa), vuoi per la disciplina specifica applicata a questi (ad esempio: in materia di rendita vitalizia, l'art. 1879, co. 2 c.c., richiama in maniera implicita, ma evidente, l'esclusione del rimedio risolutorio per eccessiva onerosità sopravvenuta *ex* art. 1469 c.c.), vuoi perché gli stessi contratti venivano già in passato indicati dal codice del 1865 proprio tra i contratti aleatori o di sorte e il codice vigente, pur mutando la tecnica di individuazione della categoria, non ne ha snaturato la disciplina. Non sono mancati peraltro dubbi sulla natura aleatoria del contratto di assicurazione: l'assicuratore, nello svolgimento della sua attività necessariamente di impresa, suole concludere un gran numero di contratti con rischi assai differenti e perciò andrebbe incontro non all'assunzione ma alla compensazione e quindi alla neutralizzazione del rischio assicurativo (e ciò a prescindere dal ramo considerato). Questa tesi è stata però fortemente contrastata da quella dottrina che considera – come appare preferibile – il contratto di assicurazione avulso dall'attività di impresa svolta dall'assicuratore, per cui la connessione tra impresa e contratto non può mai modificare la struttura del negozio: sul punto v. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 393 ss.

una clausola che introduce un rischio estraneo al tipo, lo schema commutativo è alterato, per questo tale contratto diviene aleatorio» [143].

I contratti aleatori per volontà delle parti sono quindi dei negozi complessi: un contratto a schema commutativo può divenire aleatorio se le parti convengono di integrare le loro volontà con una clausola contenente un elemento di rischio estraneo al tipo. La presenza di una (atipica) clausola aleatoria non modifica automaticamente lo schema contrattuale trasformandolo da commutativo ad aleatorio, ben potendo generare un contratto commutativo ad alea normale estesa ovvero illimitata.

Secondo uno dei contributi dottrinari più significativi [144] – accolto, pur con differenti mediazioni, anche in giurisprudenza [145] – per qualificare un contratto come aleatorio è necessario che l'evento incerto dedotto in contratto incida direttamente sull'oggetto contrattuale, determinando l'entità di una delle prestazioni o addirittura l'esistenza della prestazione stessa, di guisa che in corrispondenza del verificarsi o meno di un determinato evento, muta il profilo quantitativo della cosa dovuta da una delle parti o addirittura viene meno lo stesso dovere di prestazione [146]. Ma ciò non è ancora sufficiente a qualificare quel contratto come aleatorio: l'alea deve altresì essere un elemento essenziale del sinallagma contrattuale. La possibilità del verificarsi dell'evento incerto deve necessariamente (e non solo ipoteticamente, come nel caso dei contratti commutativi) esistere all'atto della formazione del contratto e tale possibilità deve essere ineliminabile dalle parti [147].

---

[143] FRANZONI, *L'assicurazione fra i contratti aleatori*, in *Contr. impr.*, 2011, 2, p. 421. Conforme a questa definizione: Cass., 25 novembre 2002, n. 16568, in *Iusexplorer.it*.

[144] NICOLÒ, voce *Alea*, in *Enc. dir.*, I, Milano, 1958, p. 1024 ss.

[145] Cass., 26 gennaio 1993, n. 948; Cass., 4 agosto 1988, n. 4825; tutte in *Iusexplorer.it*. In verità, l'orientamento giurisprudenziale maggioritario tende a intrecciare quest'impostazione con la definizione di contratto aleatorio data a suo tempo dall'art. 1102 c.c. abrogato, imperniata sul concetto di incertezza del vantaggio economico di una o di entrambe le parti: Cass., 30 agosto 2004, n. 17399; Cass., 7 giugno 1991, n. 6452; Cass., 31 maggio 1986, n. 3694; tutte in *Iusexplorer.it*.

[146] NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1028: «infatti il sinallagma contrattuale presenta sostanzialmente un carattere di incertezza, dato che lo scambio non si attua tra due prestazioni *certe*, ma tra una prestazione *certa* e un'altra che è in definitiva o si teme che sia *incerta* o semplicemente da un punto di vista quantitativo o addirittura da un punto di vista qualitativo».

[147] NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1028: «certo l'evento futuro si può verificare o non verificare, ma se questa possibilità alternativamente esiste necessariamente (e non è eliminabile) all'atto della

Quindi, la prestazione soggetta ad alea – incerta nel suo ammontare e non solo nel suo valore economico – dovrà necessariamente essere determinata dall'accadimento (o meno) dell'evento dedotto in obbligazione. Viceversa, qualora l'evento possa solo eventualmente o incidentalmente determinare o modificare la misura fisica di una delle prestazioni non sarà possibile qualificare il contratto come aleatorio. Inoltre, nel caso in cui l'evento determini una semplice variazione del valore economico di una o di entrambe le prestazioni, non sarà possibile qualificare il contratto come aleatorio: esso dovrà ritenersi commutativo [148], ancorché le parti abbiano consapevolmente esteso il rischio contrattuale attraverso un ampliamento dell'alea normale [149] ovvero il contratto presenti, per sua stessa natura, un'alea normale illimitata [150].

Ben si capisce, quindi, il ruolo centrale svolto dall'analisi dei contratti aleatori per volontà delle parti nella definizione dell'intera categoria. Da questa breve analisi si possono infatti già intuire le caratteristiche intrinseche di tutti i contratti

---

formazione del contratto, allora l'alea diventa un momento essenziale». L'autore esemplifica in negativo tale concetto esaminando il caso di una compravendita con clausola di esclusione della garanzia per l'evizione nel caso, estremo, di acquisto a rischio e pericolo del compratore (art. 1488, co. 2, c.c.); questo contratto non può essere classificato fra i contratti aleatori perché l'alea in esso presente a seguito dell'inserimento di tale clausola «è solo un momento eventuale, atteso che il rischio giuridico della evizione può a priori non esistere affatto, anche se le parti o una di esse non ne sono perfettamente consapevoli».

[148] ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., p. 442; GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *BBTC*, 1986, 1, p. 577; GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 83: «le variazioni di valore economico non assumono, per quanto riguarda la natura dei contratti aleatori, specifico rilievo».

[149] GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 86: «estensione dell'alea normale si ha propriamente allorché le parti convengano di estendere l'irrilevanza della variazioni di valore delle reciproche prestazioni al di là del limite di normalità. Poiché l'alea normale costituisce un limite derogabile dai contraenti al rilievo dell'eccessiva onerosità della prestazione, questi possono restringere la sfera di rilevanza dell'eccessiva onerosità attraverso appunto l'ampliamento convenzionale dell'alea»; la clausola può comportare l'irrilevanza, a carico di una sola parte, alternativamente, dell'aumento di valore ovvero della riduzione di valore della prestazione dovuta.

[150] BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 129 ss.: è questo il caso delle contrattazioni di borsa a termine «rispetto ai quali un problema di verifica in concreto del superamento dell'alea normale non si pone mai, trattandosi di contratti ad alea normale illimitata» (ID., *op. cit.*, p. 132); non contratti aleatori quindi, ma contratti commutativi in cui opera una «sorta di presunzione assoluta di insuperabilità della soglia dell'alea normale» (ID, *op. cit.*, p. 132). GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 84.

aleatori e dell'alea caratteristica in essi presente: l'accadimento (o meno) dell'evento deve determinare la misura quantitativa di una o di entrambe le prestazioni (sino a comprendere la misura zero e quindi la sua inesistenza) e non solo il loro valore economico; in altre parole, l'evento deve necessariamente determinare l'*an* e il *quantum* della prestazione [151]. L'alea deve inoltre essere un elemento essenziale del sinallagma tanto da caratterizzare l'accordo *ab initio* [152] e l'elemento di rischio introdotto dalle parti, per poter definitivamente trasformare l'originario schema contrattuale da commutativo ad aleatorio, deve modificare *ab intrinseco* la struttura causale del negozio [153].

In buona sostanza, si potrà ravvisare la presenza di un contratto aleatorio solamente ove le parti inseriscano al suo interno un elemento di rischio che, oltre ad agire direttamente sull'oggetto contrattuale, rendendo quindi incerta l'entità e la stessa esistenza di almeno una delle prestazioni (struttura del contratto), sia teso altresì ad incidere in modo essenziale sul sinallagma contrattuale sino a modificarne la fisionomia causale (funzione del contratto). Quando invece l'alea non si inserisce come un momento necessario ed ineliminabile (come, ad esempio, nel caso di mera alterazione del valore economico di una o di entrambe le prestazioni) ovvero quando l'alea è configurata dalle parti semplicemente come un'alea unilaterale «nel senso che una sola della parti assuma su di sé il danno derivante dal verificarsi di un avvenimento che si prospettava come eventuale e incerto al momento del sorgere del contratto e che non incideva sul sinallagma», non vi sarà presenza di un contratto aleatorio "in senso tecnico" ma solo di un contratto in cui «l'alea resta un momento estrinseco che non caratterizza lo schema negoziale e può solo condizionare l'esistenza o la entità di una delle prestazioni contrapposte»

---

[151] GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, cit., p. 577; Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, cit.

[152] NICOLÒ, voce *Alea*, cit., pp. 1029-1030: «l'essenzialità originaria dell'alea che incide sull'oggetto del contratto è il risultato di una consapevole rappresentazione e di una precisa volizione delle parti».

[153] NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1027; GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, cit., p. 578. Sul rapporto tra alea convenzionale, contratto aleatorio e causa del contratto v. anche Cass., 30 agosto 2004, n. 17399, cit.; Cass., 5 gennaio 1983, n. 1, in *Iusexplorer.it*.

[154].

Questa teoria trova fondamento nell'*emptio spei,* l'unico contratto aleatorio per volontà delle parti esplicitamente previsto dal codice civile (art. 1472, co. 2, c.c.). A differenza dalla *emptio rei speratae* (art. 1472, co. 1, c.c.), l'*emptio spei* o "vendita della speranza", prevede che il contratto, originariamente riconducibile ad una compravendita e quindi a schema tipicamente commutativo, produca i suoi effetti obbligatori indipendentemente dalla venuta ad esistenza della cosa futura, a condizione però che le parti concludano (trasformando così l'originario schema contrattuale) un contratto aleatorio. Di conseguenza, viene esclusa l'applicabilità del rimedio risolutorio per eccessiva onerosità sopravvenuta o per lesione (art. 1469 c.c.). La trasformazione da contratto commutativo ad aleatorio implica che l'alea in esso presente – il cui evento incerto è riferito alla venuta ad esistenza, o meno, della cosa futura – incida in modo essenziale e necessario sulla causa e sull'oggetto contratto, nel senso che «la prestazione del venditore è necessariamente incerta e voluta come tale dalle parti», con uno «schema causale essenzialmente diverso dalla vendita» in cui il sinallagma è caratterizzato dal «rapporto di una prestazione certa e una essenzialmente incerta» [155].

Come già più volte accennato, non ogni pattuizione di un profilo di rischio estraneo al tipo contrattuale (originariamente a schema commutativo) può dar luogo alla creazione di un contratto aleatorio. In certi casi, è presente una più ampia e generale accezione di rischio, chiamata alea normale illimitata, la cui origine è principalmente da attribuire allo studio dei contratti di borsa a termine [156]: il loro fine marcatamente speculativo [157] ha in passato fatto ipotizzare la loro assimila-

---

[154] NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1029.

[155] NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1029.

[156] Sul punto v. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 129 ss.

[157] Con i contratti differiti di borsa, acquirente e venditore stipulano una compravendita di titoli ad esecuzione differita nel tempo (da qui chiamati "a termine", da contrapporre alla negoziazione istantanea detta "a pronti" o "a contante") con consegna di una determinata quantità di titoli a data prefissata e posticipata rispetto a quella di negoziazione del prezzo di scambio; così, le parti possono ottenere, alternativamente, un guadagno o una perdita derivante dalla differenza intervenuta fra valore del titolo a scadenza e prezzo di scambio concordato. L'intento speculativo (che non deve essere accostato automaticamente al concetto di scommessa) è evidente se si considera che tali contratti vengono generalmente regolati attraverso la liquidazione delle differenze; nel caso più elementare del contratto differenziale semplice, le parti stipulano una «compravendita di

zione alla categoria dei contratti aleatori e, più in particolare, l'applicazione ad essi della disciplina delle obbligazioni naturali prevista dall'art. 1933 c.c. per il gioco e la scommessa, tradizionalmente ricompresi nella categoria dei contratti aleatori.

La possibilità che il debitore inadempiente di una contrattazione di borsa potesse efficacemente sollevare l'eccezione di gioco, lasciando quindi il creditore privo di azione, avrebbe portato ad una pericolosa situazione di sfavore per numerose figure contrattuali considerate allora, come oggi, meritevoli di piena tutela legislativa [158]. Specularmente, la mancata classificazione dei contratti di borsa a termine fra i contratti aleatori comportava l'applicabilità del rimedio risolutorio per eccessiva onerosità, rimedio che però sembrava mal conciliarsi con tale tipologia contrattuale caratterizzata, in periodi di alta volatilità, da forti oscillazioni nei valori dei titoli negoziati. Al fine di bilanciare queste contrapposte esigenze, è stata identificata una «categoria di contratti rispetto ai quali un problema di verifica in concreto del superamento dell'alea normale non si pone mai, trattandosi di contratti ad alea normale illimitata» [159]. Non contratti aleatori quindi, ma contratti

---

titoli a termine con il patto che l'esecuzione avverrà (o potrà avvenire) mediante il pagamento, da parte del compratore in caso di rialzo o del venditore in caso di ribasso, della sola differenza di prezzo»: BALESTRA, *Le obbligazioni naturali*, cit., p. 217. La contrattazione con esecuzione a termine mediante liquidazione delle differenze permette – e questo è il suo indubbio vantaggio e il motivo della sua feroce diffusione – di disporre di una «disponibilità finanziaria di gran lunga inferiore, essendo sufficiente essere in possesso di una somma pari a quella preventivata per un'eventuale perdita», espandendo di conseguenza la cerchia degli investitori potenziali e dando nuova linfa ai mercati finanziari ed alla circolazione della ricchezza: BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 190.

[158] ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., p. 438, nt. 3: «ogni mercato, per la stessa esigenza del suo sviluppo, richiede la presenza di operazioni speculative (che offrono pericoli, ma assolvono anche una funzione proprio in quanto, moltiplicando le operazioni, rendono il prezzo di ciascuna più indipendente dalle individuali necessità o previsioni di ciascun operatore) [...] l'abolizione di operazioni speculative di borsa è possibile solo abolendo un mercato privato degli investimenti, così come in ogni mercato (che non sia per acquisto per immediato consumo) l'abolizione delle operazioni speculative dà luogo ad una diminuzione dell'efficienza del mercato»; GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, cit., p. 575: «uno degli errori in cui cade chi qualifica i contratti di borsa come contratti aleatori consiste nell'avere una visione distorta del mercato azionario e della sua concreta ed effettiva realtà [...] la realtà delle cose ci mostra, invece, che la speculazione di borsa è attività del tutto diversa dal gioco e dalla scommessa».

[159] BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 132.

commutativi in cui opera una «sorta di presunzione assoluta di insuperabilità della soglia dell'alea normale» [160]. In queste contrattazioni, nessun evento attinente allo specifico rischio contrattuale assunto dalle parti (nell'esempio dei contratti di borsa ad esecuzione differita: la possibilità che un qualunque evento provochi un'oscillazione del valore economico dei titoli), ancorché dotato dei caratteri di straordinarietà e imprevedibilità, può dare luogo ad una eccessiva onerosità della prestazione tale da superare il limite di normalità del contratto e, quindi, dare luogo alla risoluzione *ex* art. 1467 c.c. [161].

Il fenomeno dell'estensione dell'alea normale può manifestarsi anche con modalità meno ampie ed evidenti: le parti possono infatti convenire – entro i limiti della loro autonomia privata – un limitato allargamento (ovvero, ben s'intende, un restringimento) dei confini dell'alea normale del contratto; è questo il caso di quei contratti definibili ad "alea normale convenzionalmente estesa" [162]. Un esempio in tal senso è presente in tema di contratto d'appalto: la giurisprudenza [163] ritiene che la deroga pattizia all'art. 1664 c.c. (norma che riconosce tanto al committente che all'appaltatore, entro certe condizioni, il diritto di ottenere la revisione del corrispettivo inizialmente pattuito [164]) non possa alterare la struttura ovvero la funzione

---

[160] BALESTRA, *op. cit.*, p. 133. Sul punto anche GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 84: «così nei contratti di borsa – e particolarmente nella compravendita a termine di titoli – ogni squilibrio di valori può dirsi "normale" e prevedibile da parte dei contraenti: il rischio dell'alterazione dell'equilibrio negoziale viene accollato a ciascuna parte, alla quale, in applicazione di un criterio di autoresponsabilità, incombe un onere di previsione al momento della conclusione del contratto».

[161] Questo è stato il caso, ad esempio, del contratto di borsa a premio con facoltà semplice denominato "*dont*": Cass., 25 febbraio 1993, n. 2338, in *Iusexplorer.it*.; Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, cit.; GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, cit., p. 579.

[162] GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 86: «estensione dell'alea normale si ha propriamente allorché le parti convengano di estendere l'irrilevanza della variazioni di valore delle reciproche prestazioni al di là del limite di normalità. Poiché l'alea normale costituisce un limite derogabile dai contraenti al rilievo dell'eccessiva onerosità della prestazione, questi possono restringere la sfera di rilevanza dell'eccessiva onerosità attraverso appunto l'ampliamento convenzionale dell'alea»; nel seguito l'autore indica che la clausola può comportare l'irrilevanza, a carico di una sola parte, alternativamente, dell'aumento di valore ovvero della riduzione di valore della prestazione dovuta.

[163] Cass., 15 luglio 1996, n. 6393; Cass., 12 marzo 1992, n. 3013; Cass., 5 marzo 1979, n. 1364; tutte in *Iusexplorer.it*.

[164] È evidente che la *ratio* dell'art. 1664 c.c. è espressione del principio generale statuito

tipica dell'appalto, ma solamente determinare un ulteriore allargamento del rischio economico già presente nel modello legale. Tale deroga alla tutela prevista dall'art. 1664 c.c. non può pertanto dare luogo ad un contratto (di appalto) aleatorio per volontà delle parti. Infatti, con l'inserimento di tale clausola, le prestazioni vengono rigidamente predeterminate nel loro ammontare quantitativo e, quindi, rimarranno invariate per tutto il periodo del rapporto: il rischio relativo, ad esempio, alla variazione del costo dei materiali e della manodopera (ancorché anormale) – rischio che può modificare sensibilmente il valore economico di una delle prestazioni – è solo eventuale e non incide in modo essenziale sull'oggetto del contratto. L'esclusione dell'operatività dell'art. 1664 c.c. rende quindi certo (e non incerto, come nel caso dei contratti aleatori) l'*an* e il *quantum* delle prestazioni corrispettive [165]. Il maggior rischio presente in tale contrattazione può quindi avere degli effetti di ordine meramente economico, in quanto incidente unicamente sul valore delle prestazioni corrispettive e non sul loro ammontare quantitativo.

Detto ciò, sorge spontanea una domanda: esiste e se esiste qual è la differenza fra contratti aleatori per volontà delle parti e contratti commutativi ad alea normale estesa ovvero illimitata, posto che in entrambi i casi viene negata, in via generale, l'applicazione del rimedio risolutorio per eccessiva onerosità sopravvenuta?

Innanzitutto, una prima risposta emerge dalla carenza della stessa domanda: il disposto di cui agli artt. 1469 e 1448, co. 4, c.c. prescrive che ai contratti aleatori per volontà delle parti non possa essere applicato, oltre al rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità, altresì quello della rescissione per lesione [166]. Posto

---

dall'art. 1467 c.c. e si pone, rispetto a quest'ultimo, come disciplina speciale in materia di appalto; per un'analisi sul punto cfr. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 159, nt. 76.

[165] GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., pp. 88-90: «non solo le prestazioni delle parti sono certe e determinate sin dalla conclusione del negozio, ma anzi il rapporto acquista una particolare stabilità proprio per effetto della deroga convenzionale alla disciplina legislativa [...] le clausole di mutamento dell'alea normale o di assunzione di altri rischi in cui appare più difficile la distinzione con i contratti aleatori sono quelle che estendono non l'irrilevanza, ma, al contrario la rilevanza a favore di una o di ambedue le parti delle variazioni di valore delle reciproche prestazioni o dell'onerosità della singola prestazione» come nei casi di determinazione della prestazione a mezzo delle clausole monetarie, delle clausole numeri indice o delle clausole merce; secondo quest'autore, comunque, tali convenzioni non darebbero comunque origine ad un contratto aleatorio per volontà delle parti.

[166] Invero, sull'applicazione dell' art. 1448, co. 4, c.c. anche a certe fattispecie di contratti

che i contratti ad alea normale illimitata ovvero estesa conservano, per loro stessa natura, il carattere della commutatività delle prestazioni, non sembra potersi analogicamente operare, in seguito ad un allargamento (anche se illimitato) dell'alea normale del contratto, l'esclusione del rimedio della rescissione per lesione. In secondo luogo, il tenore letterale dell'art. 1469 c.c. dispone, senza troppi dubbi [167], che tutti i contratti aleatori (tanto per loro natura che per volontà delle parti) sono completamente sottratti alla disciplina legale degli artt. 1467 e 1468 c.c.

In parole povere, l'art. 1469 c.c. prescrive esplicitamente che nessuna eccezione autorizza a chiedere la risoluzione per eccessiva onerosità o per lesione. Quando invece viene convenuta un'estensione dell'alea normale del contratto (come nel caso di deroga pattizia all'art. 1664 c.c.) o quando viene concluso un contratto ad alea normale illimitata (come in alcuni contratti di borsa ad esecuzione differita) solo lo specifico elemento di rischio alieno teso ad alterare l'alea normale riduce ovvero nega l'applicabilità del rimedio risolutorio per eccessiva onerosità [168].

---

aleatori, si è svolto – nonostante la precisione della lettera della norma – un acceso dibattito: sul punto v. GABRIELLI, voce *Alea*, in *Enc. giur. Trecc.*, I, Roma, 2001, p. 7. Per una critica a tale riguardo v. BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 142.

[167] Anche in questo caso è stata messa in discussione la perentorietà del precetto, affermando che le parti, stipulando un contratto aleatorio, assumerebbero unicamente l'alea propria del contratto voluto, giacché sarebbe possibile «anche nei contratti aleatori ipotizzarsi circostanze impreviste e imprevedibili che rendono più onerosa la prestazione»: ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., p. 446; Cass., 25 novembre 2002, n. 16568, cit.; Trib. S. Remo, 27 ottobre 1982, in *Riv. dir. comm.*, 1983, II, p. 441 ss. Ma come conclude BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 148, a cui si rimanda per ogni approfondimento, queste considerazioni in merito alla possibile applicabilità del rimedio risolutorio anche ai contratti aleatori, sembrano scontrarsi sia con la perentorietà del dato normativo (come criticato anche in tema di rescissione per lesione) sia per l'incompatibilità logica di questo rimedio, posto che la struttura stessa del contratto aleatorio porta alla mancanza della formulazione del giudizio di valore necessario a determinare l'eccessiva onerosità della prestazione.

[168] NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1028: «in siffatte ipotesi peraltro l'alea che le parti inseriscono nel meccanismo contrattuale opera entro un àmbito limitato, in relazione cioè a quello specifico rischio che forma oggetto del patto di assunzione [...] ma se invece si verificano altri fatti che implicano il prodursi di rischi diversi, tornano ad avere applicazione le regole generali poste per i contratti commutativi»; ancora, in presenza di una prestazione consistente nella mera sopportazione unilaterale del rischio, poiché in tali casi non si dà luogo alla creazione di un contratto aleatorio in senso tecnico in quanto «l'alea resta un momento estrinseco che non caratterizza lo schema negoziale e può solo condizionare l'esistenza o la entità di una delle prestazioni contrapposte», nulla toglie che le norme in tema di rescissione o di risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta

Definire correttamente i tratti costitutivi dei contratti in cui le parti hanno pattuito una variazione del profilo di rischio originario o legale non risulta quindi un'astrazione priva di utilità pratica. Qualificare di volta in volta il contratto come aleatorio per volontà della parti ovvero commutativo ad alea normale illimitata o semplicemente estesa può comportare, in presenza di determinate condizioni (eccessiva onerosità della prestazione causata da avvenimenti straordinari e imprevedibili; sproporzione fra le prestazioni derivante da un contratto concluso in stato di bisogno di una delle parti) e in relazione al concreto accadimento dell'evento, conseguenze significativamente differenti sulla sorte da attribuire al negozio stesso (applicazione o meno della risoluzione del contratto ovvero della modifica della prestazione secondo equità; eventuale rescissione del contratto). Tutto ciò in linea generale: all'atto pratico, v'è da rilevare una peculiarità presente nella contrattazione differita di borsa: come detto, essi sono caratterizzati dal fatto che ogni variazione del valore economico dei titoli negoziati è sempre compresa all'interno dell'alea normale del contratto; ciò conduce a negare il rimedio risolutorio per eccessiva onerosità per tutti quegli eventi (anche dotati dei caratteri di straordinarietà ed imprevedibilità come, ad esempio, l'intervento degli organi di controllo della borsa valori) che esauriscono i loro effetti alterando il valore dei titoli. È possibile pertanto affermare che, di fatto, tali contratti sono completamente sottratti alla tutela di cui all'art. 1467 c.c. [169], non essendo possibile rinvenire elementi di rischio

---

siano «in via di massima e in astratto pienamente applicabili per ogni altro riflesso, se concorrono, s'intende, gli altri requisiti»; GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 88: «nel caso di assunzione unilaterale del rischio dell'onerosità [...] si dovrebbe dedurre, per effetto della presunta qualifica del contratto come aleatorio, l'assurda conclusione che il rimedio dell'eccessiva onerosità verrebbe a essere escluso per ambedue i contraenti».

[169] GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, cit., p. 578: «il contratto viene [...] definito ad alea normale illimitata, comprendendo qualsiasi evento che possa influire sul valore di mercato della prestazione»; ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., p. 450: «la risoluzione per eccessiva onerosità è esclusa anche quando il prezzo dei titoli muta in virtù di eventi straordinari e imprevedibili e così quand'anche i titoli aumentino o diminuiscano fortemente di valore per guerre, rivoluzioni, leggi che diano una nuova disciplina delle borse, alterazioni della moneta e via dicendo; quand'anche, soggiungerei, i titoli in questione cessino di essere trattati in borsa o la borsa nella quale sono trattati venga provvisoriamente o definitivamente chiusa». Sull'irrilevanza, ai fini dell'applicabilità del rimedio risolutorio *ex* art. 1467 c.c., dei mutamenti di valore dei titoli derivanti degli interventi delle autorità preposte al controllo delle borse valori: Cass., 25 febbraio 1993, n. 2338, cit.; Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, cit.

estranei o accessori che giustifichino l'applicazione dell'art. 1467 c.c. Ma questo, appunto, è solo un caso: la concreta pattuizione dell'alterazione dell'elemento aleatorio può portare a molteplici gradi di estensione dell'alea come a differenti tipologie di difformità di rischio rispetto al modello legale, portando con sé distinte conseguenze sul piano dei rimedi risolutori/rescissori in relazione all'intensità del grado di rischio insito nella contrattazione.

Abbiamo accennato quindi alla struttura che il contratto aleatorio per volontà delle parti deve possedere per distinguersi dal semplice contratto commutativo ad alea normale estesa o illimitata; l'indagine deve essere però ulteriormente sviluppata, procedendo ad un esame della struttura dei contratti aleatori tipici [170].

A tal fine, nel corso del tempo, la dottrina che più si è occupata di questo tema ha elaborato, soprattutto nel periodo immediatamente successivo all'emanazione del codice civile, differenti teorie dirette a spiegare il fenomeno dell'alea presente in questi contratti.

Come già si è avuto modo di anticipare, in un primo momento le basi della categoria sono state gettate unicamente sul concetto di alea e di rischio contrattuale (criterio filologico). Questo criterio – che si impernia sul concetto di incertezza degli effetti prodotti dal contratto, da intendersi in termini di vantaggio o svantaggio e quindi di favore o sfavore per uno dei contraenti – non può essere utile, preso singolarmente, a distinguere compiutamente i contratti aleatori da quelli commutativi. Anche questi ultimi infatti, come già visto, conservano al loro interno un certo grado di rischio e quindi un più o meno ampio profilo di aleatorietà, almeno ogni volta in cui sia previsto il differimento temporale di almeno una delle prestazioni.

Anche il criterio storico, che prende le mosse dall'art. 1102 del c.c. abrogato – articolo che forniva una definizione basata sul concetto di vantaggio, per uno o per entrambi i contraenti, dipendente da un avvenimento incerto – è stato in passato utilizzato al fine di definire i tratti della categoria. Questo criterio appare altret-

[170] Sull'opportunità di affrontare l'analisi dei contratti aleatori per volontà delle parti analizzando anche la struttura di quelli aleatori per loro natura o tipici: NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1029; GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 16.

tanto insufficiente allo scopo [171]: valgono a riguardo le medesime perplessità sollevate per il criterio filologico concernenti la limitata portata qualificatrice di un astratto concetto di rischio, presente anche nei contratti commutativi. Non si dimentichi inoltre che il legislatore del '42 ha consapevolmente scelto di astenersi dal riproporre la precedente o qualsiasi altra definizione di contratto aleatorio, lasciando "libero" l'interprete di tracciare i confini di questa categoria "aperta".

Risulta pertanto evidente la necessità di adottare un criterio sistematico che indaghi la nozione di contratto aleatorio sulla scorta della disciplina vigente.

Tanto premesso, dall'emanazione del codice civile ad oggi si sono affermate diverse teorie che hanno tentato di definire le differenti modalità con cui si manifesta l'alea all'interno di questa fattispecie contrattuale. Nicolò, che tra i primi ha affrontato compiutamente il concetto di alea, nel definire – ancorché negli aspetti generali – i contratti aleatori tipici, sosteneva che in queste figure «l'alea si pone come un momento originario ed essenziale, che colora e qualifica lo schema causale del contratto» [172], precisando tuttavia che «tale elemento può operare su piani diversi». L'alea può manifestarsi, all'interno della causa del contratto, come una necessità derivante dalla natura dell'oggetto del contratto (rendita vitalizia, assicurazione sulla vita), come il presupposto di fondo del contratto quando quest'ultimo è diretto ad eliminare un determinato rischio (assicurazione contro i danni) o come criterio idoneo ad individuare, oltre alla determinazione dell'oggetto del contratto, il soggetto che sarà tenuto a eseguire una data prestazione (gioco e scommessa). Secondo l'autore, queste differenti funzioni coperte dall'alea fanno al contempo emergere un carattere comune ai contratti tipici: «è l'alea che rende *ab initio* "incerte" le posizioni dei contraenti, quanto alle loro previsioni di lucro o di danno, ed è lo scioglimento di essa che determina l'incidenza soggettiva del vantaggio o del danno».

Da ciò emerge che l'alea, sempre con riferimento ai contratti aleatori tipici, è essenzialmente bilaterale e che tali contratti sono contratti onerosi, di modo che, ancorché il sinallagma si caratterizzi in modo differente in relazione alle differenti

---

[171] BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p.56; GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 80; NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1024.

[172] NICOLÒ, *op. cit.*, p. 1030.; in questi termini: Cass., 5 gennaio 1983, n. 1, cit.

figure, esso si pone sempre o come scambio di una prestazione certa contro una incerta nella sua entità o addirittura nella sua esistenza, o come scambio di due posizioni di incertezza che, nel momento in cui l'evento aleatorio scioglierà la sua riserva, «si risolveranno in un meccanismo certo e determinato o di un sinallagma funzionale o di una prestazione unilaterale» [173].

La principale critica mossa al rilievo causale dell'alea nei contratti aleatori, si manifesta in quella dottrina che, riprendendo le contrapposte tesi circa il differente significato da attribuire alla causa contrattuale, da un lato vede minata in radice tale ricostruzione in ragione dell'indeterminatezza della sua premessa (differenti concezioni di causa), dall'altro non vede in tale criterio l'elemento fondante la categoria (incapacità della causa di unificare i vari tipi all'interno di un'unica categoria) [174]. Inoltre, la tesi della funzionalizzazione dell'alea all'interno negozio aleatorio comporterebbe la costante atipicità dei contratti aleatori per volontà delle parti, senza però considerare che «ogni tipo ha una forma flessibile, di guisa che solo al superamento di un certo limite il tipo muta» [175] e tali limiti possono non essere oltrepassati qualora gli interessi delle parti che danno origine all'elemento aleatorio possano rivestire un carattere complementare ed accessorio a quelli principali.

Come vedremo, quale che sia il corretto significato da attribuire alla causa contrattuale, l'evento dedotto in obbligazione (nel caso dello *swap*: il valore del

---

[173] NICOLÒ, *op. cit.*, p. 1031.

[174] BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., p. 69 ss.: l'autore, riprendendo una differente linea di pensiero che contesta l'individuazione della causa contrattuale nella funzione economico-sociale del contratto, configurandola, piuttosto, come la sua funzione economico-individuale, sostiene che la dibattuta questione sul significato della causa contrattuale non permette di stabilire in modo ampio e condiviso la disciplina dei contratti aleatori; a ciò si aggiunga che «a ben vedere, la causa, quale che sia il significato attribuitole, non fornisce elementi utili ai fini della costruzione della categoria dei contratti aleatori» in quanto, se si adotta la tesi della causa come funzione economico-sociale, «tra i tipi che tradizionalmente si suole far rientrare nella categoria non è difficile riscontrare una profonda diversità di funzione», mentre, qualora prevalga la tesi della causa in concreto, questa «appare ontologicamente incompatibile con una funzione di rischio così come genericamente determinata in relazione a tipi diversi; essa [...] è strumento da utilizzare in relazione al singolo contratto, mentre non può costituire elemento di individuazione della categoria» (ID., *op. cit.*, p. 80 ss.).

[175] BALESTRA, *op. cit.*, p. 160. In tal senso anche FRANZONI, *L'assicurazione fra i contratti aleatori*, cit., p. 422.

tasso di interesse o di cambio valutario a scadenza) sembra comunque svolgere un ruolo significativo all'interno di essa, finalizzando il contratto alla gestione del rischio (finanziario), sicché tali interrogativi non appaiono dunque sminuire la portata causale da attribuire al fenomeno dell'alea caratterizzante i contratti aleatori.

In particolare, se vero è che occorre, prima di parlar di "elemento causale", individuarsi il profilo causale concreto oltre che quello astratto della categoria tipologica ovvero ciò che induce a ritenere meritevoli di tutela secondo l'ordinamento gli interessi perseguiti con il contratto atipico, indagando quindi la funzione economico-individuale del contratto oltre a quella economico-sociale, vero è, altresì, che una funzionalizzazione del rischio comune può comunque prospettarsi in tutti i contratti aleatori; la causa (o almeno una sua parte) del contratto aleatorio potrebbe quindi manifestare, in tutte le sue declinazioni pratiche, una certa caratteristica che conferma la presenza in tali negoziazioni di un *quid* caratterizzante composto dalla componente di rischio, che non si risolve nella mera indeterminatezza delle prestazioni.

In materia di contratti aleatori, la dottrina giuridica ha sostanzialmente individuato due teorie, anche se con differenti sfaccettature: la teoria "strutturale" e quella "struttural-funzionale".

La prima, sostenuta fra i primi da Ascarelli, premesso che nella formazione di un negozio aleatorio è incerto l'ammontare quantitativo di una o di entrambe le prestazioni, definisce aleatorio quel contratto in cui «la prestazione di una delle parti (o di ciascuna delle parti) è determinata nella sua misura (comprendendo in detto termine anche la misura zero) – nella sua misura, non nel suo oggetto, contro quanto a volte si insegna; tanto meno direttamente nel suo valore economico – in funzione di un evento futuro e incerto, definito nel contratto e considerato indipendente dalla volontà delle parti [...] La caratteristica del contratto aleatorio è così quella discendente da un particolare criterio di misura della prestazione» [176].

[176] ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, cit., pp. 440-441; sostanzialmente in tal senso, ancora oggi, GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 545: «sono i contratti [aleatori o di sorte] nei quali un contraente si obbliga ad una prestazione, ma è incerto, al momento della conclusione del contratto, se gli sarà dovuta la controprestazione; accetta, perciò, il rischio di dover eseguire la propria prestazione senza ricevere nulla in cambio. Ma è aleatorio anche il contratto per il quale sia incer-

La seconda teoria ha invece goduto di differenti contributi. È già stata introdotta la posizione sostenuta, fra gli altri, da Nicolò secondo il quale l'alea, oltre ad incidere direttamente sull'oggetto del contratto, determinando così l'entità di una delle prestazioni o addirittura l'esistenza delle stesse – con ciò concordando in prima battuta con la tesi strutturalista –, deve anche fungere da elemento essenziale del sinallagma tanto da condizionarlo *ab initio,* in modo tale da incidere intrinsecamente sulla struttura causale del negozio: l'alea è un momento originario ed essenziale, che "colora e qualifica" lo schema causale del contratto afferma quest'autore [177]. Quindi, questa teoria, a differenza della precedente, non si arresta all'esame della struttura del meccanismo contrattuale e delle ripercussioni che questo ha sull'oggetto dedotto in contratto, ma muove da tale fenomeno per analizzare la funzione del rischio sulla causa del negozio.

Un altro significativo contributo è stato quello proposto da Gambino, secondo il quale, per la compiuta definizione della categoria, «colgono [...] due distinti profili, che si integrano a vicenda, senza essere fra loro incompatibili, sia la concezione che sottolinea il profilo strutturale [...] sia la posizione inversa che ritiene che i contratti aleatori si caratterizzino esclusivamente per la particolare funzione cui adempiono» [178]. Secondo l'autore, per qualificare un contratto come aleatorio occorre anzitutto che l'evento rischioso sia inteso come un avvenimento incerto destinato ad incidere sull'equilibrio negoziale; partendo dall'analisi dei contratti tradizionalmente qualificati come aleatori, sarebbe quindi possibile circoscrivere un carattere comune ai vari tipi per il quale la verificazione o meno dell'evento «determina distintamente i singoli rapporti che compongono il complesso rapporto contrattuale» [179]: così nell'assicurazione contro i danni e nell'*emptio spei* l'evento è chiamato ad agire su una sola delle prestazioni corrispettive, posto che l'altra è fissa e predeterminata, mentre nel caso di assicurazione sulla vita, nel gioco e nella scommessa, l'evento incide in modo essenzialmente differente su

---

ta, al momento della sua conclusione l'entità della controprestazione: qui il rischio cui il contraente è esposto è di dovere eseguire una prestazione di valore superiore alla controprestazione».

[177] NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1024 ss..

[178] GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 249.

[179] GAMBINO, *op. cit.*, p. 243.

tutte le posizioni giuridiche soggettive. Questo primo aspetto implica che «la previsione di un evento, che non agisca correlativamente sulle reciproche posizioni giuridiche, costituisce elemento essenziale al regolamento contrattuale» – posto che nei contratti aleatori manca per definizione un nesso di correlazione fra le reciproche prestazioni – e che «legando le prestazioni all'evento, senza porre per la misura di esse un nesso di correlatività, i contraenti collegano all'avvenimento previsto lo stesso equilibrio economico, estendendo ad esso la determinazione *per relationem* posta per le singole posizioni giuridiche» [180]. L'enfasi sul profilo funzionale è poi spiegata dal fatto che «nei contratti aleatori, la caratteristica mancanza di nesso di correlatività nel mutamento giuridico afferente alle singole posizioni subiettive rappresenta l'elemento teleologico della categoria, per il quale essa è idonea ad assolvere, nella vita dei traffici, una funzione di essenziale incertezza del complessivo e finale risultato contrattuale: essenziale incertezza, derivante non da eventi estranei alla dinamica contrattuale ed incidenti sul valore economico delle prestazioni, come accade per l'alea normale, ma derivante da un avvenimento contrattualmente previsto e destinato ad incidere direttamente sul rapporto contrattuale, realizzandosi automaticamente, al suo verificarsi, un mutamento giuridico nelle posizioni giuridiche individuali» [181]. Infine, l'alea presente nei contratti aleatori nominati e, tanto più, quella nei contratti aleatori per volontà delle parti, investirebbe essenzialmente la causa negoziale [182].

Recentemente, un ulteriore e per certi versi diverso contributo è stato proposto da Balestra che, partendo dal dato positivo relativo all'esigua disciplina dedicata dal codice civile ai contratti aleatori (art. 1448, co. 4, c.c.; art. 1469 c.c.; art. 1472, co. 2, c.c.), sostiene che in questi negozi «il regolamento contrattuale, per la sua completa definizione, abbisogna di un ulteriore elemento, per cui l'incidenza di un dato evento assume una valenza [...] di natura integrativa e non modificativa. Onde l'impossibilità di definire l'evento come fattore di turbamento o alterazione dell'equilibrio contrattuale» [183]. Ciò si basa sull'assunto che nei contratti

[180] GAMBINO, *op. cit.*, p. 244.
[181] GAMBINO, *op. cit.*, p. 246.
[182] GAMBINO, *op. cit.*, p. 251.
[183] BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, cit., pp. 116-117: secondo l'autore,

aleatori le parti convengono e prevedono un regolamento negoziale incompleto che deve essere integrato dal differente verificarsi di un evento incerto; quest'incompletezza non attiene però al profilo dell'esistenza del contratto – che sarà pertanto valido ed efficace almeno nei suoi effetti immediati – ma solamente a quello del suo contenuto, da ritenersi quindi in via di definizione. Ma ciò non è sufficiente: «ciò che invece assumerà portata determinante saranno le peculiari modalità di operatività dell'evento, il quale, come detto, nei contratti aleatori non costituisce una semplice modalità di accertamento, ma diviene criterio di integrazione»; alla base del contratto vi sarebbe pertanto un giudizio di valore che le parti esprimono in modo incompleto «dovendo quel giudizio essere integrato da un evento incerto che esse hanno dedotto nel contratto ma rispetto al quale sono impossibilitate ad intervenire» [184]. Quindi, l'evento incerto non risulta un semplice elemento di misurazione quantitativa della prestazione ma un criterio di integrazione dell'incompleto giudizio di valore espresso dalle parti, di guisa che «la determinazione […] della prestazione nella sua fisicità non potrà aprioristicamente condurre ad escludere la natura aleatoria del contratto, occorrendo invece indagare se l'eventuale incertezza del valore economico delle prestazioni sia tale per cui i contraenti, nonostante la preventiva indicazione dell'ammontare della prestazione, abbiano inteso "rischiare" ovvero conferire natura aleatoria al contratto stesso». Sarà quindi necessaria un'indagine interpretativa diretta ad appurare se l'evento incerto capace di incidere sul valore quantitativo ovvero (si badi) meramente economico delle prestazioni, costituisca espressione di una precisa volontà delle parti di rimandare all'evento dedotto in obbligazione il giudizio di valore provvisoriamente formato con la conclusione del negozio [185].

---

questo sarebbe il criterio da seguire per distinguere i contratti aleatori dai contratti commutativi.

[184] BALESTRA, *op. cit.*, p. 122.

[185] BALESTRA, *op. cit.*, p. 142; questo criterio viene parimenti riproposto anche – e soprattutto – per la qualificazione dei contratti aleatori per volontà delle parti: «occorre rilevare come sia limitativo circoscrivere la portata del contratto aleatorio per volontà delle parti ai soli casi in cui la misura della prestazione sia incerta, escludendo che il contratto possa qualificarsi come aleatorio anche in presenza di prestazioni certe e determinate si dall'inizio»; così, secondo quest'autore, anche una mera estensione dell'alea normale – come ad es. una deroga all'art. 1664 in tema di appalto – può trasformare un contratto commutativo in aleatorio (ID., *op cit.*, p. 151); per fare ciò assumono rilevo – e l'attività di interpretazione e qualificazione ne dovrà tener conto – le circostanze in cui è

È evidente la differente e più ampia portata di quest'ultima teoria: il profilo strutturale della categoria – l'incertezza della misura delle prestazioni: condizione necessaria e sufficiente (Ascarelli) ovvero necessaria ma non sufficiente (Nicolò e Gambino) – in questo caso non viene considerato un elemento essenziale ma, semmai, uno strumento per condurre la relativa indagine, essendo in astratto qualificabile come aleatorio anche un contratto in cui l'ammontare delle prestazioni corrispettive sia quantitativamente predeterminato ma potenzialmente soggetto a variazione del suo valore economico e ciò anche nel caso in cui le parti convengano, derogando alla disciplina legale – come nel caso di esclusione dell'applicazione dell'art. 1664 nell'appalto [186] – di mantenere fisso l'ammontare delle prestazioni per tutto il periodo contrattuale.

La teoria più adottata, pur con differenti sfaccettature ed adattamenti, è quella proposta da Nicolò [187] per il quale è aleatorio quel contratto in cui l'accadimento dell'evento dedotto in obbligazione determini l'esistenza e la misura fisica di una o di entrambe le prestazione (l'evento deve determinare l'*an* e il *quantum* della prestazione) e l'alea in esso presente riveste un elemento essenziale, necessario ed ineliminabile del sinallagma, investendo il negozio sin dalla sua formazione e modificando intrinsecamente la sua struttura causale (l'alea "colora e qualifica" la causa del contratto). Premesso che l'alea presente nelle varie fattispecie di *swaps* qui trattati pare incidere in modo essenziale [188] sulla causa del contratto (posto che il differente andamento dei tassi di interesse e di cambio è sì un mero parametro di calcolo della/delle prestazione/prestazioni, ma la determinazione che se ne fa di queste ultime per mezzo del parametro aleatorio gioca un ruolo centrale nella dinamica dello scambio dei flussi di pagamento, partecipando attivamente alla "ge-

---

maturato l'affare e l'interesse effettivamente perseguito dai contraenti, «circostanze capaci, al contrario del criterio rigidamente uniformizzante rappresentato dall'incertezza sulla misura fisica della prestazione, di dar contro della realtà sottesa al contratto» (ID., *op cit.*, p. 159).

[186] V. nota precedente nonché v. nota 164.

[187] NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p.1024 ss.

[188] Non pare necessario soffermarsi sul fatto che i parametri di riferimento (tasso di interesse e/o di cambio) sono un elemento necessario ed ineliminabile del sinallagma: infatti, la struttura stessa dello *swap* implica che le prestazioni derivino dal valore di questi; inoltre, le singole parti non possono in alcun modo influire sull'andamento di queste grandezze, di origine spiccatamente macroeconomica.

stione del rischio finanziario" e, per l'effetto, alla funzionalizzazione dello strumento [189]) può essere qualificato come aleatorio solo quello *swap* in cui la quantificazione di almeno una delle prestazioni sia determinata *per relationem* in relazione al differente e variabile atteggiarsi dell'evento incerto (tasso di interesse – tasso di cambio valutario). Seguendo quest'impostazione, non sembra affatto possibile esprimere un giudizio assoluto sull'aleatorietà del contratto di *swap* [190].

Sono quindi contratti aleatori (per volontà delle parti), con tutte le implicazioni sopra descritte, i Cs e gli Ircs: per entrambi sono infatti completamente incerti, nel momento della loro formazione, l'ammontare fisico di una o di entrambe le prestazioni corrispettive (sinteticamente: almeno una delle prestazioni costituenti l'oggetto del contratto è *indeterminata* – ne deriva che l'oggetto stesso è non determinato e solo *determinabile* ai sensi dell'art. 1346 c.c.). Il Cs è aleatorio per mezzo del valore futuro assunto dal parametro dedotto in contratto e cioè il tasso di cambio a scadenza. L'Ircs è aleatorio per il differente atteggiarsi dei tassi di interesse (in genere determinati su base variabile) che rendono indeterminate le prestazioni periodiche calcolate sul nozionale di riferimento; qualche perplessità emerge nel caso in cui l'Ircs preveda lo scambio fisico dei flussi nella valuta originaria e tassi di interesse fissi per entrambe le prestazioni. Data la variabilità e la flessibilità di questi strumenti, è evidente – una volta di più – l'importanza di un'indagine sul concreto contratto oggetto di analisi. Tra gli Irs, solo il *fixed-floating* Irs e il *floating-floating* Irs possono essere annoverati fra i contratti aleatori, in quanto in entrambi i casi almeno una delle prestazioni è determinata dal variabile andamento dei tassi di interesse. Ciò non avviene nel *fixed-fixed* Irs, in

[189] La rilevanza causale da attribuire all'andamento del parametro aleatorio, finalizzata al contenimento ovvero alla gestione (potenzialmente anche attiva e non solamente passiva) del rischio finanziario (v. nota 55), viene affermata, tra gli altri, da LENER-LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi*, cit., p. 369 ss.: «il rischio di *fluttuazioni* del valore delle obbligazioni e dell'alterazione delle reciproche prestazioni è in qualche misura elemento strutturale "naturale" del rapporto negoziale».

[190] Tentazione forte a cui anche la giurisprudenza sembra tendere: cfr., ad es., Cass. 19 maggio 2005, n. 10598, cit.: «è normalmente riconosciuto il carattere aleatorio del contratto, sovente utilizzato anche in funzione di contenimento del rischio, in ragione della possibilità di porre in essere operazioni di segno opposto, in modo da ridurre l'esposizione connessa alla fluttuazione degli interessi o dei cambi».

cui entrambe le prestazioni sono predeterminate nel loro ammontare sulla base di un tasso fisso. Quest'ultimo è quindi un contratto a schema commutativo e sembra essere dotato di un alea normale illimitata [191], poiché nessuna delle due parti potrà lamentare la sopravvenuta eccessiva onerosità della prestazione dovuta, confrontando il tasso fisso in precedenza pattuito con quello di mercato vigente a scadenza.

In conclusione, premesso che nel contratto di *swap* le prestazioni periodiche vengono determinate in base ai parametri di riferimento a scadenza e che l'internalizzazione di tali parametri (*rectius* il loro andamento futuro) viene ad assumere un rilievo causale, solo quello *swap* in cui almeno una delle prestazioni è determinabile in seguito al manifestarsi dell'evento aleatorio (tasso di interesse e/o di cambio a scadenza), potrà essere qualificato come un contratto aleatorio per volontà delle parti, stante la sua natura atipica [192].

Una breve riflessione svolta confrontando la struttura del comune mutuo a tasso variabile e quella del *fixed-floating* Irs, può eliminare alcune riserve sulla rilevanza causale da attribuire all'andamento dei parametri di calcolo presenti nel contratto di *swap*. Nel mutuo pecuniario a tasso variabile (anch'esso avente per oggetto lo scambio di due flussi di denaro differenti nel loro ammontare [193]) la prestazione del mutuatario per la quota interessi non è sempre (pre)determinata ma, come spesso avviene, è solo determinabile (a scadenza, nel suo esatto am-

[191] Lo si può facilmente dedurre, da un lato, estendendo la riflessione operata per i contratti differiti di borsa (*supra* pag. 72) e, dall'altro, riprendendo le conclusioni di quella dottrina che nega l'aleatorietà dei contratti di *swap*, affermando tuttavia che «il rischio di variazione dei tassi di cambio e di interesse fa parte dell'alea normale del contratto di swap»: CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 81.

[192] Non è di questo parere INZITARI, *Il contratto di* swap, cit., p. 2460, che qualifica lo *swap* tanto fra i contratti aleatori per loro natura che per volontà delle parti sulla base del fatto che nei modelli contrattuali conclusi nella prassi è frequente riscontrare una clausola in cui le parti convengono e si danno atto della natura aleatoria del contratto. Ma come sostiene correttamente CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, cit., p. 83: «un contratto non diventa aleatorio – se non lo è – soltanto perché le parti lo definiscono tale. Se lo scopo delle parti è quello di evitare l'applicazione [dell'art. 1467 c.c.] basterà un'espressa previsione *ad hoc* mirante a rimuovere il diritto dei contraenti a far ricorso a tale norma».

[193] La nozione di questo contratto tipico recita infatti che il mutuo è il contratto per il quale una parte (mutuante) consegna ad un'altra (mutuatario) una determinata quantità di denaro o di altre cose fungibili, con l'obbligo in capo al mutuatario di restituire altrettante cose della stessa specie e quantità e gli interessi relativi: artt. 1813 e 1815 c.c.

montare) secondo un parametro di mercato [194]; egli dovrà pertanto corrispondere ad ogni scadenza periodica una rata variabile – composta da una quota capitale (supponiamo costante) e una quota interessi (nel caso: necessariamente variabile ovvero "casualmente costante") – in relazione al differente andamento del tasso di interesse dedotto in contratto. Come abbiamo visto, ciò avviene in modo del tutto simile anche nel *fixed-floating* Irs. Ma mentre il primo è un contratto a schema indubbiamente commutativo [195], il secondo è un contratto aleatorio e ciò in ragione del differente rilievo causale da attribuire al parametro variabile che determina la misura fisica della prestazione. Nello *swap*, quindi, l'alea dell'attività sottostante (il futuro andamemento del parametro) e, correlativamente, delle prestazioni corrispettive, colora e qualifica la causa del contratto; cosa che sembra non avvenire invece nel mutuo a tasso variabile che è, e rimane, un contratto commutativo (i cui confini dell'alea normale dovrebbero essere oggetto di separata indagine).

In conclusione, il contratto di *swap* non può essere classificato meccanicamente nella categoria dei contratti aleatori. A tal fine, occorre svolgere di volta in volta un'indagine sul contratto in concreto, stante la sua elevata capacità di adattarsi agli specifici bisogni degli operatori del mercato. Tuttavia, per lo *swap* commutativo (in numero assai minore rispetto agli *swaps* aleatori) non sembra applicabile il rimedio della risoluzione per eccessiva onerosità sopravvenuta (art. 1467 c.c.), in quanto dotato di un'alea normale illimitata. A ciò si aggiunga che molto frequentemente i moduli del contratto quadro di *swap* prevedono al loro interno

[194] I noti tassi Euribor ovvero Libor del mercato interbancario di cui si è già fatto cenno. Ad esempio, oggi, i tassi Euribor (generalmente nella versione a 3/6 mesi, cui viene di solito parametrata la quota interessi che compone la rata dei mutui) sono prossimi allo zero con dubbie possibilità di crescita nel breve/medio periodo e, pertanto, vi è un forte incentivo alla sottoscrizione di piani di ammortamento del debito indicizzati al tasso variabile anziché al, più oneroso, tasso fisso.

[195] Così, pronunce come, ad es., Trib. Padova, 25 ottobre 2016, in *Dirittobancario.it*, che negano che il contratto di mutuo caratterizzato dalla previsione del pagamento della quota interessi parametrata al tasso variabile con opzione del tipo *cap* (tetto massimo della misura del tasso variabile) e/o *floor* (tetto minimo) possa nascondere una componente finanziaria di tipo derivativo, con conseguente disapplicazione della normativa del Tuf, partono dal presupposto che il mutuo, di per sé, non sia un'operazione finanziaria "speculativa", «non essendo il contratto di mutuo una scommessa finanziaria», escludendo che un'operazione di finanziamento contente una misura massima e/o minima del parametro variabile di determinazione dell'interesse debba soggiacere, oltre alla normativa settoriale del Tub, altresì, alle norme di negoziazione dei servizi e delle attività di investimento del Tuf.

una specifica rinuncia all'applicazione dell'art. 1467 c.c.

Un ultimo interrogativo rimane aperto e deve essere affrontato, ed è quello che residua dall'analisi dalla suesposta teoria di Gambino [196], per la quale nei contratti aleatori mancherebbe del tutto un nesso di correlazione fra le reciproche prestazioni: così, «legando le prestazioni all'evento, senza porre per la misura di esse un nesso di correlatività, i contraenti collegano all'avvenimento previsto lo stesso equilibrio economico, estendendo ad esso la determinazione *per relationem* posta per le singole posizioni giuridiche» [197]. Negli *swaps*, questo nesso di correlatività è presente? Ed eventualmente, in che termini? La risposta, come spesso avviene, si basa su alcuni distinguo: (a) non v'è ragione di dubitare che in corso di rapporto le prestazioni siano tra loro scollegate da nessi di equivalenza economica (non sarebbero altrimenti contratti aleatori) e un giudizio di proporzione tra l'equilibrio delle prestazioni sussistente in origine e quello a termine non sembra essere formulabile (viceversa il contratto non potrebbe in alcun modo assolvere la sua funzione); (b) altra cosa è – come vedremo analizzando lo squilibrio genetico dell'alea in tali contratti – il nesso (non dei parametri ma del valore) delle prestazioni corrispettive al momento della conclusione del contratto, il quale può portare ad un giudizio di valore sull'equilibrio, almeno tendenziale, delle prestazioni corrispettive.

3.3 *Il "tirso" della causa del contratto.*

La discussione concernente la causa dei contratti di *swap*, e dei contratti derivati in generale, si inserisce così nel secolare dibattito sulla causa del contratto.

Da un punto di vista storico, l'interesse riferito al requisito causale sotteso ad ogni trasferimento di ricchezza ha suscitato svariate e sovente contrapposte teorie, le quali, pur contribuendo allo studio del problema, hanno portato a rendere il concetto della causa sempre più etereo ed inaccessibile [198]: chiedersi «"cosa è o

[196] Cfr. pag. 178 ss.

[197] Nota 180.

[198] «Fino a quando si resta nella prospettiva concettualistica, che fa della causa un problema ontologico, o nominalistica, che si prefigge di attribuire una definizione della causa, inevitabilmente essa si manifesta come un concetto indecifrabile ovvero molto vago e misterioso, come colto

cosa significa la causa del contratto", invece di chiedersi cosa significa causa in relazione ad un dato problema, ha fatto sì che tale parola, caricandosi di significato nella storia, abbia acquistato un valore mistico» [199].

La causa è un concetto relativamente recente, a cui peraltro sembrano essere debitori anche quegli ordinamenti e quelle dottrine che tale requisito rifuggono o, poco o tanto dichiaratamente, espungono dal contratto.

La concezione formalistica e, al tempo stesso, essenzialmente concreta del contratto di diritto romano, in cui gli effetti dell'accordo venivano governati più dalla natura di ciascun contratto che dalla volontà delle parti, non ha permesso di sviluppare alcun principio causalista del contratto basato sull'accordo. I romani non hanno fatto della causa una condizione di formazione del contratto, facendone però trasparire il ruolo nei casi di mancanza della *causa debendi*, e negli istituti delle *conditiones* [200] e, soprattutto, dell'*exceptio doli*.

Il requisito causale, inteso come elemento unitario ed essenziale della teoria del contratto, pur trovando nella storia della sua formazione qualche sparuto e timido riconoscimento in epoca anteriore alla codificazione napoleonica [201], deve

---

anche in altri ordinamenti ove si è percepita la causa come qualcosa che è difficile da comprendere e ancor più difficile da maneggiare»: ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, Padova, 2008, p. 3. Il concetto, stante la sua non positivizzazione, risulta assai indefinito già dal suo termine: «si può infatti parlare di causa del contratto e, fuori dall'ambito contrattuale, di causa come ragione giustificativa dell'attribuzione, a proposito dell'indebito o dell'arricchimento senza causa, di causa come fonte di invalidità di un atto o di un negozio e ancora di causa in senso fisico, come fattore causativo di un danno. Ma anche limitando il discorso all'ambito contrattuale, la nozione non si presenta univoca»: MOSCATI, *La causa del contratto*, in *Diritto civile, II, Il contratto in generale*, Tratt. Lipari-Rescigno, III, Milano, 2009, p. 270.

[199] ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 4, a cui si deve (e a cui si rimanda per) la ricostruzione storica dell'istituto (ID., *op. cit.*, p. 8 ss.). Parla di "ineffabilità" della causa SICCHIERO, *Il contratto con causa mista*, Padova, 1995, p. 169.

[200] Le *conditiones* erano nel diritto romano «azioni rescissorie dirette contro un acquisto patrimoniale civilmente valido, ma deficiente di una materiale causa giustificativa»; così «il nostro diritto ha capovolto il sistema romano, […] ha elevato la causa, cioè il fondamento materiale giustificativo ad elemento originario ed intrinseco del negozio, a parte costitutivo di esso, per cui il contratto che fin dal suo sorgere manca di fondamento materiale od ha un fondamento illecito è originariamente nullo»: FERRARA, *Teoria del negozio illecito nel diritto civile italiano*, Milano, 1914, p. 270 ss., citato da ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 10, nt. 33.

[201] Ci si riferisce, ad es., all'*aequitas canonica* che, inserendosi nel sinallagma astratto, si rendeva funzionale a perseguire attraverso lo strumento della causa concreta l'equilibrio del contratto, al fine di un maggior controllo dell'esercizio dell'autonomia patrimoniale dei contraenti.

attendere diverso tempo per una sua completa enunciazione. Tradizionalmente, la prima vera teorizzazione della causa viene ricondotta agli studi di Domat e Pothier, ancorché sia stato osservato che ad essi si debba piuttosto l'opera di sistematizzazione delle sparse regole giuridiche esistenti [202], e che «decisivo, al riguardo, è stato il contributo dei giuristi umanisti prima e del movimento giusnaturalistico successivamente» [203].

Ad ogni modo, «questi studi, sfociati in una neppure tanto abbozzata teorizzazione della figura del contratto e, per quanto qui interessa, dell'idea di causa, costituisce il substrato sul quale si innesta l'opera di sistemazione di Domat e Pothier, assurta a diritto positivo nell'imponente opera di codificazione napoleonica […] Con Domat nasce la nozione classica della causa, come causa dell'obbligazione, causa astratta che esclude tutte le ricerche dei motivi individuali, ancorché in questa concezione, la cui funzione è stata quella di far compenetrare i principi romani e i principi della morale cristiana, vengono ovviamente sanzionate le convenzioni illecite» [204].

Al movimento di enunciazione e sistematizzazione della causa seguono le prime teorie anticausaliste, basate sulla celebre formulazione di Planiol per cui se le prestazioni del contratto sinallagmatico nascono contestualmente non potrebbero essere l'una causa e quindi giustificazione dell'altra; nonostante ciò, comunque, il principio causalista viene affermandosi e la causa per la prima volta positivamente disciplinata dagli artt. 1131 e 1132 del *Code Napoleon*.

Il principio causalista sfociato nella (e assunto a "dogma" dalla) nuova codificazione napoleonica influenza profondamente l'abrogato codice civile italiano del 1865, il quale prevedeva tra i requisiti di validità del contratto la «causa lecita per obbligarsi», statuendo che «l'obbligazione senza causa o fondata sopra una causa falsa o illecita non può avere alcun effetto» (art. 1119), ancorché il contratto fosse valido «quantunque non ne sia espressa la causa» (art. 1120) e che questa «si presume sino a che non si prova il contrario» (art. 1121).

La visione della causa durante la vigenza del codice civile abrogato fu però

---

[202] FERRI, *La causa e il tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, p. 83 ss.
[203] ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 18.
[204] ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., pp. 22-23.

prevalentemente soggettiva e riferita all'obbligazione [205]; proprio tale visione ha portato la dottrina ad approcciare successivamente una diversa concezione del requisito causale, sotto la spinta dell'influenza tedesca e della lettera dell'art. 1104 del codice abrogato che, prevedendo espressamente la causa come requisito per la validità del contratto, mal conciliava la forte dipendenza che si veniva a creare tra gli scopi individuali perseguiti delle parti e le sorti dell'accordo. «In particolare fu la crescente reazione al volontarismo ottocentesco a creare i presupposti per il superamento della concezione soggettiva della causa. Di qui l'enunciazione di una concezione oggettiva o funzionale della causa» [206]; concezione che trattava il requisito causale come elemento esterno al contratto, estraneo alla determinazione delle parti e richiesto dalla legge come condizione di efficacia del negozio, ragione obiettiva della protezione legale dell'accordo voluto dalle parti.

Così, solo con il codice civile del 1942 si compie la valutazione della causa in senso unitario, quale requisito di validità del contratto in generale, considerata non più in senso soggettivo ma, questa volta, oggettivo, liberata dall'influenza dei motivi individuali delle parti [207]. Questa è l'origine delle teorie che considerano la causa non più dal punto di vista della volontà delle parti del negozio, ma come sua *funzione economico-sociale*, oggettiva, controllabile ed idonea a giustificare la giuridicità del vincolo [208]. Alla causa veniva così demandato il compito di valutare

---

[205] E in tale ruolo la causa riferita all'obbligazione, caratterizzata in senso fortemente soggettivo, si esprimeva come "scopo ultimo" al quale tendeva la volontà delle parti del negozio: MOSCATI, *La causa del contratto*, cit., p. 270.

[206] ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 41.

[207] «Il contratto non è più considerato un insieme di singole promesse, di reciproche obbligazioni, ma come un'entità unitaria e, di conseguenza, la causa cessa di essere la ragione giustificativa dell'obbligazione per diventare un requisito essenziale del contratto […] ed assumere un significato oggettivo, proprio di ciascun tipo contrattuale stipulato dalle parti»: MOSCATI, *La causa del contratto*, cit., p. 270.

[208] Questa formulazione viene tradizionalmente ricondotta a BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1950, p. 169. In questo senso si esprime anche la *Relazione* del Ministro Guardasigilli al codice civile: «contro il pregiudizio incline a identificare la causa con lo scopo pratico individuale […] la causa richiesta dal diritto non è lo scopo soggettivo […] perseguito dal contraente dal caso concreto […] ma è la funzione economico-sociale che il diritto riconosce rilevante ai suoi fini e che sola giustifica la tutela dell'autonomia privata». Notoriamente, nella formulazione del concetto di causa formulato da Betti vengono prepotentemente alla luce i valori dello Stato dirigista propri dell'attuazione del programma politico fascista: l'atto di autonomia deve rispondere a valori eteronomi – lo Stato deve poter esercitare il proprio controllo e, se del caso, la

la rispondenza dei fini perseguiti dai privati con quelli perseguiti dall'ordinamento, «sul presupposto che il controllo del diritto non si limitasse solo alla verifica della liceità dell'accordo, ma sindacasse anche l'opportunità di riconoscere tutela giuridica agli atti attraverso i quali i privati esercitavano l'autonomia loro concessa. Alla causa veniva così attribuito un ruolo politico, diretto al controllo della circolazione della ricchezza e dell'agire autonomo dei privati» [209].

Così, l'attuale codice civile finisce per contemplare la causa tra i requisiti essenziali del contratto (art. 1325, al pari dell'accordo, dell'oggetto e della forma); la causa si deve ritenere illecita quando «è contraria a norme imperative, all'ordine pubblico o al buon costume» (art. 1343) ovvero quando «il contratto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa» (art. 1344); non si esprime in termini di causa ma è inserita nella medesima sezione degli articoli precedenti (rubricata «Della causa del contratto») la disposizione per cui «il contratto è illecito quando le parti si sono determinate a concluderlo esclusivamente per un motivo illecito comune ad entrambe» (art. 1345).

Come si può notare, nel nostro ordinamento non vi è alcuna definizione positiva della causa del contratto: anche in questo caso, come per il contratto aleatorio, il compito di definire la nozione e la funzione del concetto è lasciato all'interprete, il quale è incaricato anzitutto di esaminare come la causa operi nei contratti tipici.

---

propria influneza, anche sul *medium* dei traffici (il negozio giuridico, in specie il contratto).

V'è da dire però che la bettiana nozione di causa come funzione economico-sociale del contratto (*rectius*: del negozio giuridico) viene talora rivisitata: essa, si dice, «presentava un impianto teorico e una portata operativa (almeno virtuale) significativamente innovativi rispetto alle concezioni oggettive prima correnti e, diversamente da quel che di solito si ripete, non appariva propriamente riducibile ai postulati politici del regime fascista»: BARCELLONA, *Della causa – Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015, p. 80; il "parziale fraintendimento" di questa teoria risiederebbe nel fatto che «diversamente da quel che spesso si ripete, piuttosto che in una "monolitica prospettiva statualistica", questo intendimento della causa come funzione economico-sociale e la mediazione della tipicità sociale attraverso cui se ne dovrebbe verificare la ricorrenza si risolvono nella negazione del monopolio statuale della giuridicità e nella sistematica alimentazione extra-statuale delle valutazioni normative: così l'"*individuum* ineffabile" subisce il limite non dell'hobbesiano Leviatano ma dell'ordine sociale (ossia dell'ordine che la stessa società produce, prima e a prescindere dal diritto, per la sua riproduzione) e dei criteri selettivi che esso impone al sistema giuridico»: ID., *op. ult. cit.*, p. 89.

[209] MOSCATI, *La causa del contratto*, cit., p. 271.

Successivamente, venuto a mancare il sistema dirigista, il negozio è tornato ad assumere il ruolo di mezzo per la realizzazione di interessi meramente privati: «sarebbe antistorico continuare ad attribuire alla causa il ruolo di strumento di controllo, mentre invece è essa stessa oggetto di controllo» [210]. La causa non rappresenta più la funzione economico-sociale prodotta dall'accordo ma, piuttosto, la funzione sottesa è quella *economico-individuale*, evidenziando che la funzione alla quale il contratto tenderebbe è il raggiungimento di scopi prettamente individuali [211]; in tale prospettiva il rapporto legittimizzante tra tipo e causa viene a mancare [212], la meritevolezza dell'interesse viene ridotta al mero controllo di legalità; in definitiva, i motivi dei contraenti, purché comuni e determinanti, vengono a influenzare il giudizio causale.

Con l'abbandono della prospettiva "sociale", la causa viene trattata sempre più in termini di interessi individuali, di ragione pratica, di funzione concreta del contratto: è l'ora dell'ascesa della *causa concreta* [213], posta in contrapposizione a quella *astratta* [214], la cui teorizzazione, però, non viene a identificarsi con quella della funzione economico-individuale che, per certi versi, l'ha alimentata; anzi, il rapporto intercorrente tra l'interesse concretamente perseguito dai contraenti attraverso la valorizzazione dei motivi oggettivizzati e il recupero del controllo di meritevolezza come apprezzamento dell'utilità sociale del contratto, permette di mettere in relazione il concreto assetto degli interessi voluto dai contraenti con (non solamente, il rispetto della legalità ma, altresì con) una valutazione degli in-

---

[210] MOSCATI, *op. loc. cit.*

[211] FERRI, *La causa e il tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., p. 249.

[212] Il tipo legale, visto in ottica di cristallizzazione della funzione economico-giuridica sperimentata dalla prassi (BARCELLONA, *Della causa*, cit., p. 120), sarebbe quindi strumento utile, essenzialmente, a determinare la disciplina applicabile al concreto contratto. Annotava FERRI, *La causa e il tipo nella teoria del negozio giuridico*, cit., p. 253, che «nulla vieta ai privati di introdurre nel negozio tipico altri elementi extratipici» così che «la valutazione da parte dell'ordinamento si deve estendere anche a questi elementi i quali non sono affatto, in sé e per sé, meritevoli di tutela, per il semplice fatto che siano inseriti in una struttura tipica».

[213] BIANCA, *Diritto civile, III, Il contratto,* Milano, 2000, p. 447.

[214] «Bisogna […] distinguere fra causa i*n astratto* e causa *in concreto*. Altro è il modello astratto, altra la concreta realizzabilità del modello: sotto il primo aspetto, se si tratta di contratto tipico, non può porsi un problema di mancanza di causa; lo si può porre, invece, sotto il secondo aspetto»: GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 151.

teressi in termini di utilità sociale [215]. Questa concezione implica che «un conto è la *nozione di causa*, in quanto definizione dell'oggetto del giudizio causale, ed una cosa diversa è, invece, il *parametro*, secondo il quale l'oggetto così definito deve essere in tale giudizio valutato, e cioè mostra che la circostanza che ciò cui si deve avere riguardo nel giudizio causale sia costituito dal reale "significato pratico dell'operazione", *di per sé* non implica affatto che tale significato singolare e concreto del contratto debba anche essere valutato dall'ordinamento secondo una "misura" propriamente ed esclusivamente individualistica […] nonostante quella della *causa concreta* sia divenuta ormai definizione corrente della causa negoziale, tuttavia a cosa essa serva e , soprattutto, a che tipo di giudizio sul contratto essa sia preordinata rimangono, a tutt'oggi, questioni a dir poco controverse» [216]. Così, la misura in cui la causa concreta del contratto è valutata dall'ordinamento sembra oscillare tra un'utilità di tipo social-diffusa di rango costituzionale, l'indifferenza sociale, nel senso di non utile né dannosa, non sindacabile, e l'utile individuale oggetto di "paternalistica" protezione da parte dell'ordinamento per mezzo dell'intervento giudiziario.

Ciò nonostante, la giurisprudenza fa spesso un uso alquanto variegato del

---

[215] Sarebbe quindi più un concetto di "causa concreta-sociale", il cui risultato si scontrerebbe con i principi della funzione economico-individuale che l'avevano originata e influenzata: «il problema della causa, che investe in definitiva il fondamento dell'autonomia contrattuale nell'attuale ordinamento […] non può prescindere dalla scelta del codice nel senso della *meritevolezza* di essa: non qualsiasi interesse giustifica il contratto in quanto l'interesse che il contratto è diretto a realizzare deve essere meritevole di tutela secondo l'ordinamento giuridico [e] tale giudizio sulla meritevolezza dell'interesse non può […] prescindere dalla scelta costituzionale nel senso che l'iniziativa privata è libera ma non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale»: BIANCA, *Diritto civile,* cit., p. 459; così tale concetto di causa "allargata" ai motivi "oggettivizzati" «non può reputarsi meritevole di tutela quando l'interesse perseguito non risulta conforme alle esigenze della comunità secondo i rilevanti parametri costituzionali e secondo la concezione sociale e solidaristica dell'ordinamento»: ID., *op. cit.*, pp. 459-460. *Contra* ad es. ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2011, p. 344 ss., per il quale risulta senz'altro «più aderente alle esigenze di una evoluta teoria e disciplina del contratto concepire la causa come causa concreta», affermando al contempo «l'idea che il contratto privo di una positiva, specifica utilità sociale vada disapprovato e represso è un'idea *illiberale*, corrisponde ad una concezione *dirigistica e paternalistica* dell'autonomia privata»; in altre parole, dovrebbe preferirsi l'idea che «i contratti socialmente dannosi vanno certamente disapprovati e repressi; che i contratti socialmente utili vanno certamente approvati e lodati; ma che fra gli uni e gli altri possono esistere contratti socialmente indifferenti (né utili né dannosi), che, se non meritano di essere lodati, neppure meritano di essere repressi»: ID., *op. cit.*, p. 346.

[216] BARCELLONA, *Della causa*, cit., p. 131.

concetto di causa: accanto a pronunce, anche recenti, aderenti alla tradizionalissima concezione di causa come funzione economico-sociale [217], se ne rinvengono altre che, al di là delle "etichette" esibite, ricollegano la causa allo scopo [218]; v'è da dire che, comunque, la giurisprudenza valuta spesso la funzione concreta per la quale il contratto è stato posto in essere [219].

Il significato attribuito alla nozione di causa concreta, alquanto differente dalla enunciazione e dalle finalità originarie, ha subìto in seguito una radicale trasformazione.

Se infatti, in un primo momento, la giurisprudenza individuava icasticamente la causa nella funzione economico-sociale del contratto, successivamente la causa individual-concreta ha segnato un'inversione di tendenza nell'utilizzo del concetto (almeno tendenzialmente). Così, una nota sentenza della Suprema Corte [220] ha affermato:

> a giudizio di questo collegio, la nozione di causa [nel comune significato di "funzione economico-sociale"] non corrisponde, nella specie (così come in via di principio generale) a quella che, dopo attenta riflessione della più recente dottrina, deve ritenersi concetto correttamente predicabile con riferimento al profilo oggettivo della struttura contrattuale […] è noto che, da parte della più attenta dottrina, e di una assai sporadica e minoritaria giurisprudenza […] si discorre da tempo di una fattispecie causa "concreta", e si elabori una ermeneutica del concetto di causa che, sul presupposto della obsolescenza della matrice ideologica che configura la causa del contratto come strumento di controllo della sua utilità sociale, affonda le proprie radici in una serrata critica della teoria della predeterminazione causale del negozio (che a tacer d'altro, non spiega come un contratto tipico possa avere causa illecita), ricostruendo tale elemento in termini di sintesi degli interessi reali che il contratto stesso è diretto a realizzare (al di là del modello, anche tipico, adoperato). Sintesi (e dunque ragione concreta) della dinamica contrattuale, si badi, non anche della volontà delle parti. Causa, dunque, ancora iscritta nell'orbita della dimensione funzionale dell'atto, ma, questa volta, funzione individuale del singolo, specifico contratto posto in essere, a prescindere dal relativo stereotipo astratto, seguendo un iter evolutivo del concetto di funzione economico-sociale del negozio che, muovendo dalla cristallizzazione normativa dei vari tipi contrattuali, si volga alfine a cogliere l'uso che di ciascuno di essi hanno inteso compiere i contraenti adottando quella determinata , specifica (a suo modo unica) convenzione negoziale.

---

[217] Cass., 22 novembre 2006, n. 24786, in *Iusexolorer.it.*

[218] Cass., 5 giugno 2007, n. 13164, in *Iusexplorer.it.*

[219] Cass., 27 luglio 2006, n. 17145; Cass., 27 luglio 2005, n. 15672; in *Iusexpolorer.it*

[220] Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, in *Iusexplorer.it*.

Poco tempo dopo, un'altra pronuncia della Suprema Corte [221] ha specificato che la "ragione concreta",

non si sostanzia […] negli interessi che rimangono nella sfera volitiva interna […] costituendo l'impulso psichico che […] sping[e] alla stipulazione del contratto, [nell'interesse che] viene (anche tacitamente) ad obiettivizzarsi […] divenendo interesse che [il contratto] è funzionalmente volto a soddisfare, pertanto connotandone la *causa concreta*.

L'autoreferenzialità causale della funzione-individuale così intesa attraverso il semplice rinvio agli "interessi reali" perseguiti dai contraenti ha portato l'indagine causale su un «terreno scivoloso, dove non è agevole discernere tra quel che contribuisce a determinare la causa del concreto contratto e quel che rimane un motivo ad essa estrinseco e, come tale, irrilevante» [222].

Nuovamente, la Corte di Cassazione [223] ha "aggiustato" il tiro affermando che:

il principio dell'abuso è uno dei criteri di selezione, con riferimento al quale esaminare anche i rapporti negoziali che nascono da atti di autonomia privata, e valutare le condotte che nell'ambito della *formazione* ed esecuzione degli stessi, le parti contrattualmente adottano;

detto principio deve essere rivisitato alla luce dei principi costituzionali – funzione sociale *ex* art. 42 Cost.;

l'esercizio del potere contrattuale riconosciuto […] [a]ll'autonomia privata deve essere posto nel rispetto di [siffatti] canoni generali.

Come conseguenza di ciò, deve ritenersi che:

l'ordinamento giuridico, pur accordando al privato l'autonomia e la tutela degli atti posti in essere per il perseguimento di interessi meritevoli, disconosce validità all'esercizio di poteri […] in loro violazione;

[…] il controllo del giudice sul carattere abusivo degli atti di autonomia privata è stato pienamente riconosciuto dalla giurisprudenza.

Su queste basi deve quindi ritenersi consentito al giudice una sorta di "controllo giudiziario dell'autonomia contrattuale" e per tale mezzo:

---

[221] Cass., 24 luglio 2007, n. 16315, in *Iusexoplorer.it*.
[222] BARCELLONA, *Della causa*, cit., p. 133.
[223] Cass., 18 settembre 2009, n. 20106, in *Iusexoplorer.it*.

sindacare e chiarare inefficaci gli atti compiuti in violazione dell'abuso di diritto.

L'atto di autonomia contrattuale, proprio perché paradigma di libertà dei contraenti, deve per tale via poter essere messo "alla prova" e rimesso al controllo e sindacato del giudice:

> l'irrilevanza, per il diritto, delle ragioni che sono a monte della *conclusione* ed esecuzione di un determinato rapporto negoziale non esclude – anzi prevede – un controllo *da parte del giudice*, al fine di valutare se l'esercizio [del potere di autonomia sia stato] operato [da una delle parti] in chiave elusiva dei principi [di cui sono espressione] […] i canoni generali della buona fede, della lealtà e della concorrenza [e, in particolare] se posizioni di supremazia di una di esse e di eventuale dipendenza, anche economica, dell'altra siano stati forieri di comportamenti abusivi.

Tale pronuncia [224] propone una lettura della causa, già abbozzata da altre decisioni [225], strettamente collegata ad altri istituti, quali l'abuso del diritto e il criterio di buona fede.

I concetti appena esposti risultano utili a risolvere l'accennato problema di meritevolezza degli interessi perseguiti con il contratto atipico, questione spesso coincidente altre volte alternativamente causativa o conseguente quella di causa contrattuale.

Le parti, infatti, possono liberamente determinare il contenuto del contratto ma possono farlo solamente «nei limiti imposti dalla legge» (art. 1322, co. 1, c.c.). Le parti possono altresì concludere contratti «che non appartengano ai tipi aventi una disciplina particolare» (c.d. "contratti atipici"), «purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico» (art. 1322, co. 2, c.c.).

Non v'è dubbio che tra i «limiti imposti dalla legge» vi siano quelli prescritti dagli artt. 1343, 1344 e 1345 c.c. (causa illecita, contraria all'ordine pubblico o al buon costume; contratto stipulato per eludere l'applicazione di una norma imperativa; contratto con motivo illecito comune ad entrambe le parti contraenti), ma ciò

---

[224] Cass., 18 settembre 2009, n. 20106, cit.

[225] Cass., 21 ottobre 2005, n. 20398 e Cass., 14 novembre 2005, n. 22932, in *Iusexoplorer.it*, che hanno collegato, in una sorta di triangolazione, i concetti di abuso di diritto, mancanza di causa e disciplina costituzionale con riferimento all'art. 53 Cost. (capacità contributiva), in tema di operazioni negoziali poste in essere con l'esclusivo fine di un risparmio d'imposta (operazioni c.dd. di "*dividend washing*" e "*dividend stripping*").

non esaurisce tutte le altre ipotesi di contrarietà all'ordinamento giuridico, *in primis* quelle di fonte costituzionale. Il secondo comma dell'art. 1322 c.c. prescrive altresì che le parti, nella formazione del contratto atipico, perseguano interessi meritevoli di tutela da parte dell'ordinamento: secondo un'interpretazione letterale della norma, questo requisito sembrerebbe costituire qualcosa di ulteriore e, per certi versi, più stringente, della semplice non illiceità all'ordinamento del contratto atipico; requisito, quello della meritevolezza degli interessi, che potrebbe ritenersi presente *ipso jure* esistente per i contratti tipici, ma con i limiti di cui s'è detto [226].

È stato affermato che «il giudizio di meritevolezza di cui all'art. 1322, co. 2°, attiene alla causa in astratto; è, per i contratti atipici, una valutazione sostitutiva di quella effettuata, per i contratti tipici, dal diritto oggettivo. È così riconosciuto un controllo giudiziario sull'uso che i privati fanno della propria autonomia contrattuale» [227]. Il controllo di meritevolezza non sembra quindi attenere solamente al vaglio critico della non illiceità degli interessi perseguiti con il contratto (ad es.: contratto con causa illecita ovvero contraria all'ordine pubblico o al buon costume): è un controllo che il giudice esercita «anche in senso positivo, per accertare se gli interessi perseguiti dalle parti siano "meritevoli di tutela" (e potrà non ritenerli tali anche se si tratta di interessi leciti) e, perciò, se il contratto abbia una causa o se questa, invece, manchi» [228]. Così «mentre il controllo sulla mancanza di causa dovrebbe avvenire esclusivamente dall'interno del singolo contratto concluso, il controllo di meritevolezza previsto dall'art. 1322, comma 2°, cod. civ., e di liceità *ex* art. 1343 cod. civ, potrebbe avvenire anche sulla base di valori e circostanze da individuare all'esterno della singola operazione contrattuale. A ciò fa da *pendant* la considerazione per cui mentre l'accertamento sull'esistenza della causa opera sul piano della difesa di esigenze individuali, risponderebbero ad esigenze generali sia il giudizio di liceità sia quello di meritevolezza degli interessi» [229].

---

[226] V. nota 212.
[227] GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 152.
[228] GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 153.
[229] ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 86.

È questa una questione molto dibattuta ancor oggi. Si tratta, in definitiva, di stabilire qual è l'ampiezza di autonomia contrattuale di cui godono le parti contraenti [230]; essendo più una questione di "valori" (sociali, etici, politici) l'identificazione dell'esatto perimetro della meritevolezza degli interessi è oltremodo difficoltoso, almeno su basi stabili e assolute. Ne scaturirà necessariamente un giudizio essenzialmente variabile, in relazione alla materia trattata, alla situazione socio-politica esistente, alla qualità delle parti contraenti, alla loro posizione di parità ovvero di subordinazione di una parte verso l'altra, all'asimmetria informativa o di potere nella gestione di risorse "scarse" eventualmente esistente.

È, in definitiva, una soluzione di compromesso che sposta il proprio favore alternativamente verso un controllo serrato dell'esercizio dell'autonomia negoziale ovvero verso un tendenziale disinteressamento agli atti compiuti, il cui giudizio è lasciato ad altri fattori, ferma la non illiceità dei medesimi o dei fini perseguiti, in favore di una maggiore o minore facilità nella creazione, diffusione e circolazione della ricchezza. È stato infatti osservato che «il contratto è la regola volontariamente scelta dalle parti, ordinata a dare disciplina a interessi di natura patrimoniale. La concorrenza è lo statuto normativo dell'iniziativa economica e del mercato che quel contratto è destinato ad accogliere. Evidente il rapporto circolare che si determina, già sul piano semantico e poi normativo, tra il contratto, l'iniziativa economica, il mercato, la concorrenza» [231]. Secondo tale visione, l'autonomia contrattuale, che genera l'iniziativa economica, è in rapporto con la concorrenza, che è la veste che assumono, reciprocamente, le varie iniziative economiche: senza la *scelta* che l'atto di autonomia produce, una tale condizione non potrebbe verificarsi. Ma anche l'iniziativa economica anticoncorrenziale viene a realizzarsi attraverso l'accordo – anzi l'accordo "non diffuso" sta nella sua essenza anticompetitiva – ed è per tale ragione che, al fine di assicurare la contendibilità del mercato, è necessario porre un limite all'autonomia contrattuale al fine di tutelare e promuovere il mercato medesimo, la diffusione degli scambi, la loro efficienza.

---

[230] DI MAJO, voce *Causa del negozio giuridico*, cit., p. 1.

[231] ZOPPINI, *Autonomia contrattuale, regolazione del mercato, diritto della concorrenza*, in *Diritto civile, II, Il contratto in generale*, Tratt. Lipari-Rescigno, III, Milano, 2009, p. 55.

«Nel loro rapporto reciproco, contratto e concorrenza esprimono, dunque, una medesima e, insieme, una singolare contraddizione e più d'un paradosso, per il fatto d'essere latori d'istanze eterogenee se non antieconomiche. La libertà di concorrere nel mercato, infatti, non coincide né s'identifica con la tutela della concorrenza; la promozione e la tutela della concorrenza ad opera della mano pubblica sacrifica proprio quella libertà che chi opera nel mercato invece rivendica» [232].

Il grado di autonomia e/o di eteronomia nei contratti del mercato può essere identificato, in fin dei conti, in tre assetti di interessi.

In primo luogo, si può identificare il grado massimo di autonomia nella formazione della volontà individuale nel modello dello Stato liberale: in tale prospettiva, il contratto vale legge fra le parti se il procedimento per la sua formazione si è correttamente concluso – la "giustizia" dell'accordo contrattuale è così pienamente riconosciuta dal mercato e dallo Stato. Il sistema liberale predica quindi una coerenza tra contratto e regole del mercato in cui l'iniziativa economica si svolge, «il che postula e ideologicamente presuppone un assetto di mercato perfettamente concorrenziale. È il mercato il naturale meccanismo di autodisciplina delle relazioni economiche che corrono tra i privati. Il lasciar contrattuale è la logica e indeclinabile conseguenza del *lassez faire*»; è quindi sufficiente adottare tutte quelle misure atte a garantire la libera circolazione dei beni e, in generale, della ricchezza, per consentire alla concorrenza di fare il suo "gioco regolatore". Logico corollario è la necessità di delimitare la libertà contrattuale affidando tale compito alla legge formale, che si identifica in tale concezione con la libertà di tutti, necessariamente formulata in termini generali ed astratti, al fine di una sua anticipata e stabile conoscenza.

In definitiva, in questa prima visione, la libertà contrattuale può essere definita negativamente come «la pagina bianca in cui i privati scrivono la legge destinata a regolare i rapporti reciproci» [233].

Nettamente contrapposta, la visione dello Stato dirigista, influenzata ed ali-

[232] ZOPPINI, *op. cit.*, p. 56.
[233] ZOPPINI, *op. cit.*, p. 60.

mentata dalla crisi economica del '29, sollecita la critica della capacità autoemendativa della "mano lunga" del mercato. All'affermazione dello "Stato sociale" consegue che «al libero gioco delle forze economiche nel mercato si affianca, e non infrequentemente si sostituisce l'atto di programmazione […] All'autonomia della volontà privata si contrappone l'amministrazione del mercato ad opera del potere pubblico, che si impone e surroga il regolamento contrattuale per realizzare un interesse ulteriore e diverso rispetto a quello liberamente programmato dalle parti» [234]. La definizione di autonomia nella formazione del contratto viene quindi positivizzata: più norme stanno a minore libertà contrattuale, la quale tende a risolversi nel mero "se" dell'atto.

La terza visione, trova radici nella concezione dello "Stato regolatore" a cui è accompagnata una definizione funzionale di autonomia contrattuale. È questa, nella sua concezione elementare, la struttura del mercato unico europeo e delle norme poste a garanzia della concorrenza e del mercato (art. 81 ss. Trattato CE; art. 117, co. 2, lett. *e*), Cost.; legge 10 ottobre 1990, n. 287): «dell'opzione politica che vuole regolare le attività economiche e le dinamiche dei mercati – così volgendosi il termine anglosassone *regulation* – è agevole cogliere la premessa: in assenza di regole il mercato produce "fallimenti" evidenti e l'iniziativa economica genera un inevitabile processo di autofagia che consuma ed elimina la stessa libertà a contrarre» [235]. Il mercato è nuovamente vissuto come l'*habitat* naturale degli scambi liberamente posti in essere dai soggetti che vi operano, ma, questa volta, ciò deve essere controbilanciato dalla considerazione secondo cui il mercato sarebbe suscettibile di mancanze ed inefficienze se lasciato a sé stesso, da ciò la limitazione della libertà di definire ogni tipo di scelta – sopra il limite inferiore di legittimità – riguardo al contenuto del contratto, al suo utilizzo e al suo inserimento nel mercato. La funzionalizzazione dell'autonomia contrattuale «non è più la libertà primigenia riconosciuta dall'ordinamento, né un catalogo di regole ed eccezioni fissate dalla norma positiva, ma la nozione dell'autonomia contrattuale si definisce in ragione di limiti che assumono un connotato necessariamente funzionale, in quanto

[234] ZOPPINI, *op. cit.*, pp. 62-63.
[235] ZOPPINI, *op. cit.*, p. 66.

ad essi si chiede di garantire il corretto funzionamento del mercato concorrenziale e, dunque, necessariamente di conformarsi a un fine. La regola eteronoma che s'impone alla libertà dei privati […] produce un vincolo teleologico, in quanto orienta gli operatori verso quei modelli comportamentali ritenuti idonei ad assicurare un grado di concorrenzialità in senso dinamico del mercato». Il mercato non sarebbe così un "essere": dalla sua definizione e interpretazione sarebbe verificabile l'accertato rispetto, almeno tendenziale, del paradigma concorrenziale e da ciò si devono definire consequenzialmente gli interessi che in essi debbono trovar tutela e, quindi, le regole e i comportamenti relativi alle dinamiche contrattuali. D'altro canto, la regolazione del mercato non guarderebbe all'equilibrio e alla struttura normativa del singolo contratto, considerato isolatamente, né alla formale legittimità del processo formativo dell'accordo, ma considererebbe l'idoneità di quel regolamento d'interesse a garantire un'adeguata dinamica concorrenziale (in senso non necessariamente propositivo, ma anche in senso meramente non negativo – vale a dire tanto in senso di progresso dei mercati e della loro efficienza che del loro mantenimento).

Traccia di quest'ultima impostazione si rinviene proprio nel particolare settore dell'intermediazione finanziaria: l'art 21, co. 1, lett *a*), Tuf prescrive agli intermediari abilitati che prestano uno dei servizi o delle attività di investimento previste dal Testo unico, di «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'*integrità dei mercati*». In questo particolare settore, il mercato è basato sull'ipotesi per cui tanto più è garantita la concorrenza negli scambi tanto più questi avverranno in condizioni d'efficienza – l'efficienza attuale genererà maggiore efficienza in futuro.

L'ipotesi di efficienza, almeno tendenziale, dei mercati borsistici mira al finanziamento del capitale di rischio delle imprese quotate ad un valore parametrato all'effettivo valore dell'impresa; tale ipotesi può peraltro essere estesa a qualunque titolo, merce o valore scambiato. All'ipotesi di efficienza del mercato finanziario conseguirebbe che nessun operatore potrebbe realizzare un sovra-profitto – l'impresa raccoglie quantità in giusta quantità e al giusto costo, poiché il suo livello di rischio-rendimento è perfettamente noto e condiviso. I valori rappresentereb-

bero l'incontro "razionale" della domanda e dell'offerta di ciò che viene scambiato in un determinato istante. Questa è evidentemente un'utopia che si scontra con le sfaccettature della realtà e con i limiti cognitivi degli operatori, non essendo, con tutta evidenza, l'attuale stato dei mercati borsistici e finanziari, caratterizzati da frequenti "bolle" nella formazione dei prezzi e da andamenti anomali dei valori e delle quantità scambiate. Nondimeno, molta fiducia viene riposta in tali mercati, se non nella formazione dei loro valori in misura equa quantomeno nella loro elevata liquidità, quali strumenti per favorire una efficiente circolazione dei capitali e, quindi, della ricchezza; così la loro *integrità* deve essere tutelata, non solo favorendo le migliori condizioni economiche e operative attraverso cui formare gli scambi ma, altresì, istituendo misure di "protezione", anche per mezzo di atti aventi forza di legge.

L'autonomia contrattuale nella formazione del contratto atipico, quindi, trova il suo limite normativo nella formazione di accordi in cui gli interessi coinvolti siano meritevoli di tutela; meritevolezza la cui intensità sarà parametrata all'interesse immediato dei contraenti *e* agli interessi eteronomi. Gli interessi perseguiti, sicuramente non illeciti, dovranno quindi rispondere non solo a finalità proprie dei contraenti ma queste finalità dovranno inserirsi nel mercato concorrenziale al fine di una sua proficua alimentazione, conservazione e sviluppo, nell'interesse stesso dei contraenti – un circolo di interessi individuali-sociali-individuali.

La giurisprudenza, di fatto, sembra sempre più incline ad aderire a tale orientamento, come si è potuto constatare nei precedenti sopra richiamati in materia di causa contrattuale e come avvenuto nel caso (ormai "storico") della declaratoria di nullità, ai sensi dell'art. 1322, co. 2, della clausola di non riducibilità della penale ritenuta eccessiva [236], e come, peraltro, si è recentissimamente espressa la giurisprudenza di legittimità proprio nel caso del contratto di *swap* incapace di assolvere la funzione di copertura per il quale era stato voluto, creato e stipulato [237]. È questo ciò che è stato definito il «governo giudiziario della discrezionalità contrat-

[236] Cass., 29 settembre 2006, n. 21066, in *Iusexplorer.it*.
[237] Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in *Ilcaso.it*; cfr. par. 4.1.

tuale» [238]; ma il compito di "governo" demandato al giudice è quello di decidere secondo l'ordinamento giuridico: «si pronuncerà sulla meritevolezza degli interessi perseguiti avendo presenti le norme che regolano casi simili o materie analoghe o, in mancanza, i principi generali dell'ordinamento giuridico (art. 12, comma 2°, delle preleggi)» [239].

Per altro verso, questo potere di controllo dell'atto di autonomia che la legge conferisce alle parti contraenti (1322, co. 1, c.c.) non è attribuito al giudice a protezione di pubblici interessi – i quali sono di competenza dell'autorità governativa – bensì all'autorità giudiziaria è demandato il compito di proteggere gli stessi contraenti «contro il rischio di atti capricciosi o imponderati» e, in special modo, a protezione del contraente più debole, perché «le dichiarazioni prive di causa generano il sospetto che anche il consenso al vincolo giuridico sia difettoso» [240].

Spesso si verifica che contratti atipici siano normativamente tali e altresì «socialmente tipici», ossia «corrispondano a modelli contrattuali uniformi largamente praticati nel mondo degli affari […] in questi casi il giudizio di meritevolezza degli interessi perseguito è influenzato dalla uniformità internazionale del modello contrattuale» e, fatalmente, il giudice «sarà portato ad esprimere il giudizio di meritevolezza, piuttosto che rispetto al solo ordinamento interno, anche con riferimento ai principi vigenti in quelle che […] vengono indicate come le "nazioni di civiltà giuridica affine"» [241].

V'è da considerare altresì che la fonte della "disciplina particolare", cui si riferisce l'art. 1322, co. 2, c.c. «non è solo la legge, come comunemente si crede: possono essere anche gli usi […] contratto atipico è quello creato dall'autonomia privata, non già il contratto regolato da una fonte di diritto, e sia pure non scritta,

---

[238] Secondo l'espressione utilizzata da Cass., 11 febbraio 2005, n. 2855, già enunciata da Cass., 20 aprile 1994, n. 3775, in *Iusexplorer.it*.

[239] GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 154.

[240] SACCO, *Il contratto*, in *Trattato Vassalli*, VI, 2, Torino, 1975, p. 591. Parla di «funzione di protezione del contraente debole che il requisito della causa assolve» GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 155, stressando il concetto mediante l'interrogativo: «chi si induce a dare il proprio consenso al trasferimento senza corrispettivo di un proprio bene se non chi subisce la prepotenza altrui?».

[241] GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 155.

come la consuetudine» [242]; così, s'è detto, l'ordine di borsa sarebbe un contratto tipico, in quanto regolato dalle consuetudini borsistiche [243].

Nel giudizio di meritevolezza nel senso di utilità sociale, peraltro, si possono scorgere differenti gradi di intensità. Il commercio delle sigarette, ad esempio, può essere visto tanto come scambio "tipico" con causa lecita e, quindi, valutato "meritevole" in senso di non illiceità ma, da altra prospettiva, forse più corretta, potrebbe basarsi su un giudizio di concorrenza di valori "meritevoli" in senso di utilità più "collettiva" che "sociale" (quelli della salute della collettività e della riduzione della spesa sanitaria che soccombono a quello "edonistico" di porre in essere atti non salutari ma, comunque, satisfattori per alcuni individui e, non di meno, a quello, più cinico ma presente, di finanziamento dello Stato attraverso la gestione del monopolio del tabacco).

Ma il requisito di meritevolezza può considerare validi i contratti atipici che perseguano gli obiettivi economici già indicati da quelli tipici ovvero di quelli atipici che hanno già trovato riconoscimento legislativo; oppure, necessitano di una valutazione di conformità di rango costituzionale della forma contrattuale atipica. Nondimeno, tale giudizio potrebbe seguire quello di mera opportunità, ad esempio «sulla base della regola non scritta ma applicata per cui il giudice italiano ammette le figure contrattuale che il mercato internazionale conosce, giacché altrimenti verrebbe ad isolare il nostro ordinamento da quello degli altri paesi» [244]. E finanche la frivolezza o il capriccio potrebbero essere intesi come interessi (non illeciti) per un certo verso utili all'ordinamento sociale (moderno); utilità intesa come l'interesse delle persone che sono inserite nella società di poter godere con spensieratezza del divertimento o dell'ozio – l'odierna economia, superata l'epoca della produzione di beni di largo consumo, mira ad accontentare anche i bisogni più effimeri, e di ciò se ne deve prender atto, purché venga rispettato il limite della non disutilità.

---

[242] GALGANO, *op. ult. cit.*, p. 152, nt. 50.

[243] «Solo una visione statalistica del diritto aveva indotto Cass., 23 dicembre 1977, n. 5724 […] a statuire che l'ordine di borsa configura un contratto atipico il quale, in difetto di disciplina legislativa organica e compiuta, deve ritenersi regolato dalle consuetudini di borsa»: GALGANO, *op. ult. cit.*, p. 152, nt. 50.

[244] SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, cit., p. 113.

La distinzione tra giudizio di meritevolezza e giudizio di non illiceità seguirebbe peraltro l'impostazione degli stessi lavori preparatori del nuovo codice: la *Relazione* del Ministro Guardasigilli al Codice civile, n. 603, parla di «ragione socialmente plausibile» che giustifichi la protezione, da parte dell'ordinamento, di «funzioni utili che abbiano rilevanza sociale». D'altro canto, s'è affermato che «esigere che un contratto abbia una funzione meritevole di tutela significa pretendere che il contratto non solo sia non dannoso per l'ordinamento, cioè non illecito, ma sia anche utile all'ordinamento, cioè non risponda ad un interesse futile o capriccioso del creditore. È ormai pacifico, sia in dottrina, sia in giurisprudenza, che l'ordinamento italiano non abbia questa pretesa» [245]. Invero, la giurisprudenza di legittimità incidentalmente parla di «obsolescenza della matrice ideologica che […] configurava [la causa] come strumento di controllo della […] utilità sociale» [246].

S'è osservato, però, che «mentre il controllo sulla mancanza di causa dovrebbe avvenire esclusivamente dall'interno del singolo contratto concluso, il controllo di meritevolezza previsto dall'art. 1322, comma 2°, cod. civ., e di liceità *ex* art. 1343 cod. civ., potrebbero avvenire anche sulla base di valori e circostanze da individuare all'esterno della singola operazione contrattuale. A ciò fa da *pendant* la considerazione per cui mentre l'accertamento sull'esistenza della causa opera sul piano della difesa di esigenze individuali, risponderebbero ad esigenze generali sia il giudizio di liceità sia quello di meritevolezza degli interessi» [247].

Il concetto di meritevolezza degli interessi perseguiti con il contratto atipico sarebbe, quindi, ricompreso in quello di causa, il quale ne guiderebbe la formulazione: «la causa in tutti i contesti entra in una veste unitaria come elemento del contratto che evoca tutte le sue potenzialità applicative, in funzione di interessi che possono essere al contempo sia singolari sia più generalmente espressi dall'ordinamento positivo, ed attinge per la realizzazione della funzione ad essa demandata, da verificarsi sempre in concreto, tanto da dati intrinseci alla singola

[245] È di questo avviso ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, cit., p. 106 ss.

[246] Cass., Sez. un., 18 febbraio 2010, n. 3947, cit.

[247] ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 86.

operazione contrattuale quanto esterni» [248].

Il giudizio di meritevolezza degli interessi, quindi, assume in sé problemi analoghi a quelli che manifesta la causa e l'elemento causale sarebbe uno strumento utile a verificare altresì, e soprattutto, che gli interessi perseguiti con il contratto atipico siano meritevoli della tutela ordinamentale.

Ma, detto ciò, non si è ancora arrivati a nulla, giacché per identificare il contratto atipico validamente costituito occorre ancora definire quali siano i confini della meritevolezza degli interessi. Questi sono stati alternativamente identificati, come s'è anticipato, negativamente, come non illiceità dei medesimi all'ordinamento ovvero come un giudizio di tipo positivo, ulteriore a quello di liceità, di utilità ai contraenti e/o all'ordine social-economico nel quale il contratto ovvero l'interesse dei contraenti si inserisce.

Posto che l'indagine riguardo al requisito di meritevolezza degli interessi perseguiti con il contratto atipico passa per l'identificazione della causa del contratto, ricapitoliamo brevemente quanto emerso dall'analisi della causa contrattuale e dalle relative alternative metodologiche, spesso reciprocamente connesse e combinate tra loro:

(a) causa soggettiva / causa oggettiva;

(b) causa concreta / causa astratta;

(c) funzione individuale / funzione sociale;

(d) interesse particolare dei contraenti / interesse generale dell'ordinamento.

Seguendo tale schema [249], la *causa soggettiva* che, come visto, caratterizzava la causa (dell'obbligazione) del codice abrogato, può essere identificata con lo "scopo", riferito ora ai contraenti ora al contratto, scopo che può essere determinato nel movente che indirizza le parti tanto alla conclusione del contratto – *causa impulsiva* – che al risultato in esso programmato – *causa finalis* – in un'ambiguità dichiaratamente superata da tempo che «invece in qualche modo ritorna quando si identifica la causa, rispettivamente con le "finalità perseguite dai contraenti" o con

[248] ROLLI, *op. cit.*, p. 87.

[249] Di cui si è debitori a BARCELLONA, *Della causa*, cit., p. 138.

la "funzione economico-individuale" del contratto» [250].

La *causa oggettiva* viene a corrispondere, di fatto, con la "funzione oggettiva" del contratto, la quale si pone oltre gli scopi che con il negozio i contraenti abbiano inteso perseguire; ma corrisponde altresì con il sacrificio di ciascun contraente nei confronti dell'altro [251] ovvero con gli interessi soggettivi dei contraenti che si siano obbiettivati nella regola contrattuale; «l'oggettività della causa si presenta, al tempo stesso, come un criterio di definizione dell'oggetto del giudizio causale (esclusivo dei meri motivi) e come un modo di rappresentare la funzione (superindividuale) di tale giudizio (ossia il suo darsi in vista della salvaguardia di un interesse generale)» [252].

La causa concreta, invece, è identificata solitamente nelle finalità specifiche di volta in volta perseguite dai contraenti e al concreto assetto di interessi che il contratto produce: «la "singolarità" della causa talvolta si presenta come un modo per indicare che la causa è un *quid* del tutto diverso dal tipo negoziale usato dalle parti (ragion per cui la causa si aggiunge e/o si contrappone al tipo), talaltra, invece, serve a distinguere l'oggetto del giudizio causale (= il concreto contratto), che non può che essere concreto, dal "criterio normativo", secondo il quale è valutato dall'ordinamento, che non potrebbe che avere carattere generale-astratto (= la causa come parametro *a priori* di un giudizio che, però, investe il concreto contratto in tutta la sua "singolarità")» [253].

La *causa astratta* rappresenta lo schema negoziale secondo cui si struttura il concreto contratto ovvero solamente la generalizzazione/oggettivazione degli interessi perseguiti dai contraenti, al fine di discernere quali di essi siano causa e quali invece meri motivi; ma l'astrattezza della causa «può concepirsi tanto come il criterio che seleziona l'oggetto del giudizio causale, che come la qualità che accomuna la causa al tipo e che rende operativa la prima solo quando non ricorra il se-

---

[250] BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 138.

[251] Diffidente da ogni formula preconcetta vi è infatti anche chi preferisce identificare la causa, in definitiva, nell'«interesse alla controprestazione»: SACCO, *La causa*, in SACCO-DE NOVA, *Il contratto*, nel *Tratt. Sacco*, Torino, 1993, p. 654 ss.

[252] BARCELLONA, *Della causa*, cit., p. 138.

[253] BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 139.

condo» [254].

La *funzione individuale* viene rappresentata nella prospettiva dell'esclusivo soddisfacimento agli interessi particolari degli individui in quanto tali ovvero indica la natura fenomenologica del contratto e della sua causa di conseguenza; ma la funzione individuale è altresì il parametro, definibile "deontologico" [255], secondo il quale il contratto e la sua causa vengono apprezzati dall'ordinamento – la necessità che da tale sua natura necessariamente se ne debba apprezzarne la funzionalità attraverso un giudizio puramente individualistico.

Nello stesso modo la *funzione sociale* indica alternativamente la causa come ciò che il contratto obbiettivamente assolve in relazione al "traffico sociale" ovvero il criterio "deontologico" secondo cui la causa viene valutata, e quindi approvata o respinta, dall'ordinamento – la causa del contratto che deve potersi inserire positivamente nell'"utile sociale".

Sono, tutte queste, ambivalenze in cui si torce e aggroviglia da quasi un secolo la causa del contratto, questioni che ruotano attorno, come s'è visto, all'ampiezza di libertà e autonomia dei contraenti nella formazione e conclusione del contratto, specie se atipico. Come il "tirso" di Dioniso, la causa sembra composta di una parte retta e razionale (rigida e "oggettiva") e di un'altra che libera si avviluppa sulla prima (flessibile e "soggettiva"): tra loro, solo apparentemente, v'è una irriducibile discordanza.

«Le ambivalenze e incongruenze […] sembrano risalire ad un approccio che, un tempo esplicitamente e poi in modo latente, attraversa, seppur in maniera diversa, le varie riflessioni […] e cioè all'idea che la *definizione della causa* richieda, innanzitutto di interrogarsi su *ciò in cui la causa propriamente consiste*, di guisa che in un tale interrogativo, che parrebbe evocare una "sostanza" (= il concetto di causa in quanto espressivo della sua essenza), finiscono per sovrapporsi questioni che, diversamente, attengono alla determinazione dell'oggetto del giudizio causale, questioni che, al contrario, concernono il parametro secondo cui un tale oggetto deve essere valutato dall'ordinamento e questioni che riguardano, in-

[254] BARCELLONA, *op. loc. ult. cit.*
[255] BARCELLONA, *op. loc. ult. cit.*

vece, la funzione cui assolve la previsione della causa come "requisito" del contratto» [256]: ne deriverebbe che, in materia di causa del contratto, l'inclinazione ad operare per mezzo dei "concetti-sostanza" della tradizione aristotelica debba lasciare il posto ad un'analisi condotta attraverso i "concetti-funzione" del pensiero economico contemporaneo e alle "definizioni esplicative" relative [257].

Lo studio della causa del contratto mostra la presenza, accanto ai sostenitori della causa come principio, se non in senso positivo almeno ricavabile negativamente – nel senso della causa come concetto presupposto inferibile anche in quegli ordinamenti in cui la causa del contratto non viene contemplata [258] –, altresì di un orientamento che nega la presenza ovvero l'utilità del requisito causale. L'orientamento – definibile "neo-anticausalista" – del superamento del principio causalista ovvero del requisito della *consideration* dei sistemi di *common law*, (almeno) dichiaratamente affermato dai nuovi codici [259], ha fatto presagire che

---

[256] BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 144.

[257] BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 139.

[258] La causa alternativamente del contratto o dell'attribuzione patrimoniale sembra infatti essere una "nozione di logica giuridica" che si rinviene anche in quegli ordinamenti, come quello tedesco, in cui il contratto viene trattato come atto astratto e la causa non si pone in modo generale per tutti i negozi, poiché essa non è un requisito della figura generale del contratto; in tale ordinamento, il ruolo del quale è investita la causa negli ordinamenti ove questa viene addotta ad elemento essenziale, è svolto, principalmente, dall'istituto dell'ingiustificato arricchimento – la causa è dunque il diritto incondizionato a trattenere per sé una cosa che si è conseguita: cfr., in tal senso, ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 33 ss. Così la causa, sarebbe un concetto trasversale, presente anche negli ordinamenti anti-causalisti: spostandosi l'attenzione dalla tutela preventiva, attraverso la positivizzazione dell'essenzialità del requisito causale, ai rimedi esperibili solo successivamente al manifestarsi della anomalia, il ruolo della causa sembra essere per certi versi sempre presente e, quindi, un concetto presupposto, variando all'atto pratico solamente lo strumento attraverso cui esso spiega i propri effetti. Analoga questione si pone per il dichiarato anti-causalismo delle nuove codificazioni europee (v. *infra*), il quale non potrebbe però fare a meno di adottare meccanismi rimediali che basano la loro funzionalità su un concetto presupposto, ancorché generale, di causa del contratto.

[259] Ci si riferisce a *I principi dei contratti commerciali internazionali* (c.dd. "Principi Unidroit") che hanno l'ambizione di regolare i contratti internazionali di tipo commerciale attraverso una disciplina sovranazionale, nonché ai *Principi di diritto europeo dei contratti* (c.d. "Codice Lando") e al *Code europeen des contract* (c.d. "Progetto Gandolfi") che dovrebbero fungere da codice uniforme per tutta l'Unione europea: tutti i testi normativi sopracitati dichiaratamente estromettono la causa dai requisiti essenziali del contratto, ma la sensazione è che anche in tali sistemi giuridici non si possa fare a meno di coinvolgere la causa contrattuale, se non altro al fine di giustificatore della presenza delle anomalie e regolatore delle patologie che possono emergere nella fase genetica e funzionale del negozio (cfr., ad es., SICCHIERO, *Tramonto della causa del con-*

l'eliminazione di un concetto dal sistema può portare alla creazione di uno «spazio che [il concetto] (ora del tutto svanito) occupava e che non può essere soppresso» [260]; in altre parole, la causa sarebbe una "presenza-assente" e, non a caso, si è metaforicamente parlato della sua "risurrezione" [261] in risposta a chi ne aveva decretato invece la "morte" [262].

Ed allora, si è messa in relazione la causa del contratto con il mercato in cui questo è inserito, presupponendo quindi una relaziona biunivoca contratto-mercato: la causa contrattuale, dunque, sarebbe «proprio questa funzione del singolo contratto alla razionalità del mercato» [263], «garantendo uno spostamento di valori che il mercato giustifica perché reale. Emergerebbe la causa come strumento che permette una valutazione di congruità dell'operazione economica claudicante rispetto all'*id quod plerumque accidit*» [264].

La chiave di lettura è interessante ma si presta a due ordini di problemi, fra loro interrelati. Il mercato, in fin dei conti, è posto in essere per mezzo di transazioni basate, per lo più, sul contratto: il contratto, così, produrrebbe il metro di giudizio della propria causa mediante la mediazione di un mercato da esso stesso creato, realizzando un'argomentazione che appare di tipo "circolare"; se la causa deve rispondere altresì ad un ordine "sociale" ovvero "extraindividuale" occorrerebbe valutare (ed è abbastanza difficile farlo) se la predetta mediazione del mercato "autoprodotta" sia sufficiente e idonea a tale scopo. Inoltre, è nozione superata che il mercato sia talmente efficiente da non produrre distorsioni – il parametro del mercato, in periodi anomali, produrrebbe giudizi sulla causa altrettanto anomali. Tali questioni, se ricondotte al settore dell'intermediazione finanziaria, da

---

tratto?, cit., p. 100 ss.).

[260] KANT, *La critica della ragion pura*, versione italiana, a cura di Gentile e Lombardo Radice, Bari, 1969, p. 43, citata da GALGANO, *Prefazione* alla seconda edizione de *Il negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, continuato da Schlessinger, Milano, 2002, p. XIII, a proposito dell'abbandono della categoria del negozio giuridico.

[261] BRECCIA, *Morte e resurrezione della causa: la tutela*, in *Il contratto e le tutele, Prospettive di diritto europeo*, a cura di Mazzamuto, Torino, 2002, p. 241.

[262] DI MAJO, *I principi dei contratti commerciali internazionali dell'*Unidroit, in *Contr. imp. Eur.*, 1996, p. 292.

[263] SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, cit., p. 100.

[264] ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 141.

sterili polemiche che possono apparire, mutano in circostanze concrete: la causa del contratto finanziario trova solo latamente un metro di giudizio nel suo mercato. Occorre quindi costantemente interrogarsi se tale mercato mostri una ragionevolezza e se la tipologia, quantità, qualità dei valori e dei contratti ivi scambiati sia apprezzabile ovvero se costituisca un mero "rifugio" ove legittimare un'artificiosa creazione e/o distruzione della ricchezza.

Abbiamo visto che il concetto di "causa contrattuale" è stato in vario modo affrontato dalla dottrina giuridica – tanto la più risalente quanto la più recente – attraverso la (apparente) [265] contrapposizione tra "causa in astratto" e "causa concreta" [266]: l'affannoso e mai compiuto tentativo di afferrarne l'essenza, ne ha prodotto una questione "metagiuridica", quasi "trascendente".

Giovanni Busino, autore di un'antologia di alcuni scritti dell'economista Vilfredo Pareto, ha acutamente osservato che «la scienza è ricerca approssimativa ed assai impoverita di "realtà-verità". Le quali tuttavia non saranno mai ricostruite o ritradotte integralmente. Senonché solo queste "verità" approssimative possono aiutarci a vedere chiaro nella notte dei nostri comportamenti, giacché esse e soltanto esse, presupponendo la combinazione dei mezzi in vista d'un fine, ci offrono gli strumenti per eventualmente razionalizzare le nostre condotte»; è dunque necessario «elaborare un linguaggio astratto mediante il quale possa costruire oggetti

---

[265] Una moderna lettura della causa ha peraltro unito alcune visioni originariamente tra loro contrapposte: così una dottrina, poco incline a funzionalizzare il contratto, ha messo in evidenza i limiti conoscitivi dell'approccio allo studio della causa basato sull'indagine della funzione economico-sociale del tipo contrattuale – il giudice dovrà quindi accertare se l'accordo altresì possiede o meno una causa in concreto, senza limitare la sua indagine valutativa del patto astratto attraverso la sua riconducibilità ad un tipo, assumendone senza esitazione la causa: GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 150. «Sembra allora utilizzabile ancora oggi la nozione di causa come funzione economico sociale del contratto: senza leggervi un limite all'autonomia privata dei contraenti, che dovrebbero altrimenti perseguire interessi eteronomi; del pari senza ritenere esistente il requisito solo per il raffronto tra tipo codificato e funzione astratta del contratto, omettendo di verificare se l'operazione economica in concreto realizzata possa risultare illecita»: SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, cit., p. 109.

[266] Divisione che promana da una definizione stipulativa del concetto di causa che, in buona sostanza, differenzia la contrapposta teorizzazione «tra la concezione che la coglie nella funzione economico-sociale del contratto ed in quella che vi ravvisa invece la funzione economico individuale dell'accordo» SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, cit., pp. 106-107); divisione che riflette un approccio ideologico contrapposto, da un lato vigile e restrittivo, dall'altro disinteressato e votato alla massima libertà degli effetti creati dall'incontro delle volontà dei contraenti.

scientifici. L'attività scientifica è, dunque, edificazione d'un universo semplificato, ricavato artificiosamente dall'universo concreto, su cui poi lo scienziato lavorerà» [267]. Tale principio – proprio dell'attività scientifica in senso stretto – può ritenersi valido e utile anche nella ricerca giuridica, in specie per lo studio dell'argomento della causa del contratto.

Il generale concetto di causa contrattuale – concreta o astratta, declinata funzionalmente o meno, ragione individuale o collettiva che sia –, pertanto, appare come un concetto fin troppo "ideale", quasi "intangibile", che necessita per la sua identificazione e utilizzazione di un continuo processo di creazione-distruzione-rigenerazione, con conseguente rielaborazione e ridefinizione della teoria sottostante; ed anzi, proprio questo suo apparente limite, significa tutta la sua potenza ermeneutica di strumento flessibile ed adattabile all'incessante mutamento economico-giuridico cui sempre più spesso il diritto dei contratti è chiamato a regolare.

Così, attraverso un'altra parafrasi kantiana, il dibattuto, mai risolto e mai risolvibile definitivamente, concetto di causa contrattuale può assumere i tratti dell' «idea regolativa» [268]: le idee metafisiche, pur non mostrando alcuna valenza "costitutiva", ammettono e richiedono un uso legittimo, quello "regolativo" appunto, il che equivale a dire che la conoscenza procede *come se* gli oggetti delle idee metafisiche esistessero e cercasse continuamente di raggiungerli.

In altre parole, la conoscenza tende verso queste idee (nel nostro caso: la causa del contratto) come se esistessero ipoteticamente, al contempo sapendo che non le assorbirà mai e che rappresentano quella regola che permette di ottenere un'unità sempre maggiore; unità che, però, non potrà mai essere raggiunta.

La ricerca dei tratti definitori del principio causalista, in linea generale, non rappresenta quindi un mero esercizio teorico, astratta retorica o, se si vuole, un'acrobazia logica del giurista, ma, nei termini accennati, uno strumento duttile, valido a comprendere l'essenza del concreto contratto stipulato, specie se atipico,

---

[267] PARETO, *Una teoria critica della scienza della società*, antologia a cura di Giovanni Busino, Milano, 1975, p. 2.

[268] KANT, *Critica della ragion pura*, traduzione di Colli, Milano, 1976, p. 556 e *passim*.

e regolarne un razionale e legittimo svolgimento. Corollario, l'oggettivazione dell'analisi, senza possibilità di compimento di giudizi soggettivi, rispondenti a valori propri dell'interprete e non dell'ordinamento, pur al contempo tenendo presente che un'eccessiva oggettivazione del concetto può facilmente portare a paralizzarne la capacità conoscitiva e regolativa, rendendolo di fatto inutilizzabile.

La sensazione, quindi, è quella che i differenti contributi all'identificazione della causa del contratto siano funzionali non a stabilire, una volta per tutte, l'esattezza del concetto astratto ma, bensì, per comprendere il "rapporto tra concetto e funzione" o, detto in altri termini, "tra idea e sua declinazione pratica" (la causa come strumento di guida). I significati sopra attribuiti (causa concreta/astratta, soggettiva/oggettiva, funzione individuale/sociale, interesse particolare/generale) sembrerebbero antitetici in una loro stipulazione astratta – possono essere invece sincretici nella loro applicazione pratica [269].

Ciò che, veramente, appare contare nel giudizio causale, è l'ampiezza dell'autonomia privata riconosciuta dall'ordinamento statuale alle parti contraenti: la questione si risolve, nei minimi termini, nell'ampiezza di regolamentazione degli interessi privati affidata al potere legislativo e nell'intensità del sindacato delle scelte operate demandato alla funzione giudiziaria. Scelte che possono portare alla prevalenza dell'interesse individuale ovvero collettivo ovvero ad una combinazione più o meno equilibrata dei medesimi verso una loro convergenza: ciò che la moderna società e la moderna economia esigono è l'impossibilità di una presa di posizione particolare – il *pan* post-moderno è un insieme di contraddizioni che vengono continuamente inglobate, conciliate, trasformate in qualche cosa si nuovo. Si pensi all'avvento delle nuove tecnologie, in specie quelle informatiche: i "modelli di business" cambiano continuamente creando non solo nuove opportunità ma addirittura cambiando l'ordine dei valori economici e, alle volte, la misura assoluta dei valori stessi. Le modalità tradizionali con cui venivano svolti e organizzati i commerci vengono stravolte: ad es., *Google* è stato, con il suo motore di ricerca, l'esempio paradigmatico della *new economy*: la resa di un servizio (intan-

[269] Evidenziata l'impossibilità di una *reductio ad unitatem* della definizione di causa, «non è infondato ritenere che tutti i significati dei quali nel corso del tempo essa si è colorata possano oggi entrare nell'orbita causale» ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 95.

gibile) in cui i diretti utilizzatori non pagano nulla – più il servizio è utilizzato (gratuitamente) più ha valore. Lo "scambio", in questo caso, non avviene certo per spirito di liberalità, anzi, il rendimento del soggetto prestatore del servizio è non solo un obbiettivo dichiarato ma è anche, agli occhi di tutti, uno dei maggiori mai esistiti; ciò che cambia è la dissociazione tra il soggetto che usufruisce del servizio e chi paga per la sua erogazione. Con una interpretazione *tranchant* della causa contrattuale si sarebbe quasi tentati di mettere in discussione il contratto tra utilizzatore e *internet service provider*; con il senno di poi ciò non è possibile e sembra quasi ridicolo, ma *prima* che il commercio si fosse sviluppato e formato (peraltro con l'emersione di risultati non necessariamente coincidenti con quelli originariamente voluti) l'analisi della struttura e della funzione del contratto attraverso la rigida prospettiva delle forme economiche del passato poteva portare ad evidenti problematiche.

Il commercio delle *new properties* pone, però, un problema definibile di "*trade-off*": la libertà dei soggetti di trasformare la società e creare nuovi archetipi negoziali deve essere tutelata – la necessaria trasformazione, sino alla prolifica "autodistruzione", del moderno sistema economico capitalistico, votato ad un cambiamento continuo, lo esige, pena la sua disintegrazione ovvero l'obbligo di ripensare il sistema esistente. La libertà, in un sistema in continua competizione, in cui il valore dei beni immateriali supera quello dei beni tradizionali, si basa, in definitiva, sulla disponibilità e la capacità di elaborazione delle informazioni: ciò può portare però a devianze, anomalie, inefficienze, causate, in particolare, dall'asimmetria informativa e da un uso opportunistico e dannoso del vantaggio che può derivare da una posizione privilegiata nella gestione di tale risorsa meno scarsa che difficile da gestire – l'autonomia deve essere regolata, soprattutto in difesa del contraente più debole che, sempre di più, coincide con quello meno informato.

Ed è per tale via che la causa del contratto riveste oggi un ruolo inedito.

L'approccio della causa concreta sembra aver smontato definitivamente il principio causalista astratto inteso come dogma. Del pari, la causa concreta non si identifica con (o si identifica a partire da) la funzione economico-individuale: essa

non costituisce una mera proiezione di un disegno soggettivo, ma rileva oggettivamente, quale elemento immediatamente e potenzialmente idoneo a diventare operativo nella pratica; «"concreto" non s'identifica con "soggettivo": la concretezza può (e qui deve) declinarsi in termini di "oggettività"» [270].

Il generale criterio di irrilevanza dei semplici motivi, in tale visione, rimane valido, ma assumono rilevanza i "motivi obiettivizzati" nel contratto [271].

Quindi, la causa funge da strumento di controllo del concreto contratto in termini oggettivi, non per la verifica del perseguimento di interessi eteronomi ma ad altri fini, tra i quali, *in primis*, quelli degli stessi contraenti e, in particolare, quello del contraente debole [272]. Così, alla luce di tale considerazione, «è innegabile che la causa non possa essere unicamente spiegata sotto l'aspetto tecnico di elemento essenziale del contratto; la causa ha un valore culturale che permea di sé l'intero ordinamento privato in materia contrattuale, costituisce il presupposto generale per accogliere nuove discipline anche di fonte non nazionale e, come tale, deve essere spiegata e razionalizzata alla luce delle nuove tendenze anche legislative e giurisprudenziali […] essa è un elemento unitario, nel quale non possono né scindersi […] la causa in astratto dalla causa in concreto, oppure tenerne separata, soprattutto nelle sue concrete applicazioni, la sua nozione tecnico-strutturale del contratto da quella più generale valenza culturale e di criterio ispiratore del sistema che la connota rispetto ad altri elementi del contratto» [273].

Tornando alla tematica dalla quale si era partiti, la necessità di un'indagine del contratto reale e, correlativamente, della causa in concreto, si spiega allorché «nella pratica attuale, l'operatività in derivati in genere – e pure quella in derivati IRS in specie – si manifesta molto variegata, al di là della notazione (appena indicativa di una base comune, in fondo) che gli interessi si realizzano attraverso il

---

[270] ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 71.

[271] ROLLI, *op. cit.*, p. 68.

[272] «La scelta di tutela del contraente debole non può escludere quel controllo tanto minimo quanto essenziale e generalizzato che solamente la causa può garantire»: ROLLI, *op. cit.*, p. 107. «In una corretta analisi del diritto la giustizia contrattuale si rivela, essa stessa, un potente fattore di sviluppo: incrementa la fiducia dei contraenti deboli, accresce la loro propensione a contrattare»: GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 573.

[273] ROLLI, *op. cit.*, p. 108.

meccanismo del differenziale. Diversità che vengono a toccare, tra le altre cose, l'oggetto del contratto derivato (parametri adottati per l'operazione del meccanismo differenziale compresi), l'eventuale mercato di riferimento, la peculiare conformazione delle strutture, le specifiche funzionali» [274].

Ma l'analisi della causa di alcuni contratti derivati, può servire anche a spiegare e alimentare l'attenzione manifestata in ordine alla relazione intercorrente fra regolamentazione generale del contratto e normativa settoriale del Tuf come quella che intercorre fra contratto dell'intermediazione finanziaria e relativo mercato di riferimento (sia esso standardizzato o meno).

3.4 Segue: *le nuove prospettive della causa contrattuale. Il diritto dell'intermediazione finanziaria come nuovo* habitat *della causa del contratto.*

S'è detto che la causa del contratto riveste oggi un ruolo rinnovato: da concetto "in sé" da contornare e definire, oggi si sente il bisogno di interrogarsi più sulla funzione assolta dallo strumento e sugli effetti pratici della sua presenza nel sistema. Proprio analizzando i testi delle nuove codificazioni europee [275] è stato osservato che, al di là delle dichiarazioni d'intenti, la causa permane anche in tali interventi normativi, ma con un approccio nuovo: la «causa rimane sullo sfondo come clausola generale» [276] e la sua estrinsecazione avviene attraverso la creazione di una subnorma ricavata dal giudice o dalla dottrina – «una razionalizzazione della causa come strumento operativo» [277].

La causa riveste ora il ruolo di «strumento di controllo della congruità dello scambio contrattuale» [278]. Invero, tradizionalmente, è stata rifuggita l'idea che si

---

[274] Cass. 31 luglio 2017, n. 19013, cit.

[275] Cfr. nota 259.

[276] ROLLI, *op. cit.*, p. 143.

[277] ROLLI, *op. loc. cit.*

[278] ROLLI, *op. cit.*, p. 108. GALGANO, *il contratto*, cit.: «il legislatore del 1942 ha, per un verso, spogliato l'atto di scambio di molti dei tradizionali caratteri di volontarietà, superando l'antico dogma della "signoria del volere", e tendendo, a questo modo, verso una "oggettivazione" dello scambio; ma ha, per altro verso, accentuato molto più che in passato l'elemento causale del contratto, ed ha instaurato, con le clausole generali di meritevolezza dell'interesse (art. 1322, comma 2°), di equità contrattuale (art. 1374), di buona fede (buona fede nella formazione, come nella interpretazione e nella esecuzione del contratto), e di buona fede intesa anche questa in senso oggettivo, la possibilità di un controllo giudiziario sulla funzione economica dello scambio»

possano censurare come mancanti di causa anomalie, quali la sproporzione fra le prestazioni, che non possono rilevare "in sé" ma solo in concorso con altri elementi esterni alla struttura contrattuale (ad es. approfittamento dello stato di bisogno, della situazione di inferiorità, ecc.) [279], nella convinzione che «la realizzazione e la conservazione dell'equilibrio contrattuale non si pone davvero come fine primario dell'ordinamento giuridico» [280]. Ma le dinamiche economiche e sociali evolvono, quindi il diritto di conseguenza.

E allora, discipline particolari come, ad. es., il codice del consumo (d.lgs., 6 settembre 2005, n. 206) ovvero la "sistematica" norma di divieto di abuso di posizione economica dominante (art. 9, legge 18 giugno 1998, n. 192), hanno suggerito una "priorità" in favore della tutela del contraente debole, proprio perché in taluni particolari settori si è sentita l'esigenza di sperimentare soluzioni normative innovative nel campo del controllo della congruità dello scambio contrattuale.

Tale "sentimento" ha importanti riflessi sulla causa del contratto.

S'è detto che, oggigiorno, occorre affiancare la causa concreta a quella astratta, per valutare gli interessi, (obiettivizzati) concretamente perseguiti dai contraenti per poi porli in ottica sistemica, in ragione del grado di libertà contrattuale che l'ordinamento giuridico riconosce ad un certo tempo. S'è detto anche che la valutazione di una legittima formazione della autonomia contrattuale passa per il c.d. "governo giudiziario del contratto" [281], in un progressivo abbandono delle concezioni soggettivistiche, basate sul «mito ottocentesco della onnipotenza della volontà e del dogma della intangibilità delle convenzioni» [282]. Ora, l'attenzione si sposta dal "principio", valevole come postulato dal quale ricavare applicazioni concrete, alle discipline e soluzioni particolari al fine di ricostruire la disciplina generale. Il ruolo giocato dalle disposizioni particolari dai "codici di settore", al di fuori del loro ristretto ambito di operatività, è considerato di tipo "ermeneutico":

---

[279] Cfr., ad. es., LANZILLO, *La proporzione tra le prestazioni contrattuali*, Padova, 2003, p. 219.

[280] NICOLÒ, voce *Alea*, cit., p. 1026.

[281] Il "governo giudiziario del contratto" prefigurerebbe così una nuova stagione del contratto protesa verso le «concezioni attuali basate sulla congruità dello scambio contrattuale»: GALGANO, *La categoria del contratto alle soglie del nuovo millennio*, in *Contr. imp.*, 2000, p. 925.

[282] Cass., 24 settembre 1999, n. 10511, in *Iusexplorer.it*.

«i concetti giuridici si costruiscono a partire dalle norme, e non già le norme a partire dai concetti» [283]. Il rapporto tra normativa di settore e ordinamento generale, si potrebbe opporre, dovrebbe essere unidirezionale, dalla seconda verso la prima, come tra quello che intercorre fra normativa speciale e generale – ne scaturirebbe il divieto di analogia della norma particolare esclusiva di quella di carattere generale (art. 14 preleggi). Ma si riscontra, almeno concettualmente, una differenza sostanziale fra normativa *speciale* e *settoriale*: la prima può regolare diversamente una fattispecie derogando totalmente o parzialmente alla norma generale, la seconda è emanata per l'incapacità della norma generale di regolare solo per mezzo dei principi o, detto in altri termini, per applicare, con atto avente forza di legge, i principi ordinamentali ed *eventualmente* per dettare soluzioni particolari. Si riscontra, quindi, un «rapporto di continuità tra discipline settoriali e disciplina generale del contratto», rinvenendo nei contratti di impresa in senso ampio (compresi quindi i contratti del consumo) non una categoria di parte speciale, ma di parte generale, non attenendo alla disciplina dei singoli tipi contrattuali, bensì alla disciplina del contratto in quanto tale, quale strumento di autonomia privata – normativa di settore, come ad esempio il codice del consumo, considerata quale "propaggine" del codice civile [284].

Oltre al già citato codice del consumo, al quale possono unirsi quello delle assicurazioni e quello della proprietà intellettuale, considerati "complementari" al codice civile [285], quali regole di attuazione del diritto dei contratti che dimostra la presenza di un nuovo nucleo di principi generali o di una loro evoluzione, il dibattito può agevolmente estendersi ai principi emergenti dalla normativa del *Testo Unico Finanziario*.

Peraltro, l'analisi della causa attraverso gli strumenti del "governo della discrezionalità contrattuale" attuata per mezzo della valorizzazione di istituti civilistici autonomi dai quali traspare l'operare della causa [286], quali il citato divieto di

[283] ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, cit., p. 157.

[284] ROLLI, *op. cit.*, p. 159.

[285] ROLLI, *op. cit.*, p. 160.

[286] GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 572, «il giudizio di meritevolezza *ex* art. 1322, comma 2°, e quello di conformità a buona fede – buona fede nella conclusione del contratto, nella sua interpre-

abuso del diritto e del contratto, la buona fede nella formazione e nell'esecuzione del contratto, la valorizzazione della presupposizione nonché, più concretamente, l'attenzione al tendenziale equilibrio contrattuale, all'equità, alla ragionevolezza, al divieto di abuso di diritto, può portare ad un giudizio più coerente con le finalità proprie del requisito causale. Il rovescio della medaglia sta nel pericolo di svalorizzare la forza coercibile del vincolo creato dall'accordo delle parti, in favore della autonomia decisionale (non delle parti ma) del giudice e, correlativamente, una maggiore incertezza nel portare a termine le transazioni e, in definitiva, una sfiducia nell'efficace circolazione della ricchezza tutte le volte in cui una delle parti [287] chieda al giudice accesso ad una "paternalistica" protezione dei propri interessi.

È una soluzione, in definitiva, di bilanciamento di valori contrapposti che può portare a comportamenti opportunistici da parte di uno dei contraenti scontento delle sorti dell'accordo; ma un comportamento opportunistico si potrebbe egualmente verificare da parte di chi vorrebbe vedere adempiuta un'obbligazione derivante da un contratto privo o carente di causa ovvero non ragionevole o palesemente sperequato.

Ciò che non si può fare a meno di considerare è l'attuale tendenza normativa a concentrarsi su fattori specifici del diritto dei contratti (o su questioni ad esse strettamente connesse): la disciplina delle clausole vessatorie stipulate fra professionista e consumatore (art. 33 d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206, c.d. "codice del consumo"); la legge 30 luglio 1998, n. 281, i cui contenuti sono confluiti nel codice del consumo, che ha introdotto un criterio di equità nei rapporti con i consumatori e ha stabilito il diritto «alla concorrenza, trasparenza, ed equità nei rapporti contrattuali concernenti beni e servizi» come fondamentale; la legge 7 marzo 1996, n. 108, di contrasto all'usura, che ha introdotto il concetto di proporzione nella prestazione del pagamento degli interessi e la sanzione "impropria" della gratuità dell'operazione di finanziamento (nulla *ex* art. 1815, co. 2, c.c.) in caso di

---

tazione, nella sua esecuzione – concorrono a investire il giudice di questa funzione di "governo della discrezionalità contrattuale"».

[287] Ma l'intervento può essere attuato anche *ex officio* dal giudice, com'è stato nel caso di riduzione ad equità della penale ritenuta eccessivamente elevata nella sua misura: Cass., Sez. un., 13 settembre 2005, n. 18128, in *Iusexplorer.it*.

pattuizione di interessi oltre-soglia; la disciplina della trasparenza bancaria, oggi contenuta nel Titolo VI del citato *Testo Unico Bancario* (art. 115 e ss. del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385); il parziale divieto di anatocismo bancario (terminato, dopo una lunga serie di interventi legislativi, con l'introduzione dell'art. 17-*bis* del d.l. 14 febbraio 2016, n. 18, convertito con modificazioni dalla legge 8 aprile 2016, n. 49, il quale ha modificato l'art. 120, co. 2, del Tub, demandando al CICR le modalità attuative); la nullità del patto con il quale si realizzi abuso di dipendenza economica in danno del subfornitore allorché «un'impresa sia in grado di determinare nei rapporti commerciali con un'altra impresa un eccessivo squilibrio di diritti ed obblighi» (art. 9, legge 18 giugno 1998, n. 192); il d.lgs. 23 maggio 2004, n. 170, di attuazione della direttiva 2002/47/CE relativo ai contratti di garanzia finanziaria, il cui art. 8 prevede che le condizioni di realizzo delle attività finanziarie garantite «devono essere ragionevoli sotto il profilo commerciale»; la disciplina contro il ritardo nei pagamenti nelle transazioni commerciali (d.lgs. 9 ottobre 2002, n. 231 in recepimento della direttiva 2000/35/CE, la quale prevede, al 19° considerando, che possa verificarsi un «abuso di libertà contrattuale») che àncora i propri effetti alla grave iniquità dell'accordo sulla data del pagamento o sulle conseguenze del ritardato pagamento «avuto riguardo alla corretta prassi commerciale […] alla condizione dei contraenti ed ai rapporti commerciali tra i medesimi» (art. 7, co. 1, d.lgs. 9 ottobre 2002, n. 231), potendo il giudice agire d'ufficio nel sanzionare con la nullità l'accordo *contra legem* ovvero ridurre ad equità i termini economici dell'accordo.

Nella materia finanziaria, l'attenzione normativa è spostata in favore della più corretta ed efficace tutela dell'investitore, più che intervenire direttamente sull'equilibrio del sinallagma contrattuale: l'art. 21 Tuf (e il correlativo reg. intermediari), come già si è avuto modo di dire, dispone che gli intermediari devono «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati» e che essi devono operare «in modo che [i clienti] siano sempre adeguatamente informati». Si anticipa sin d'ora che, in ragione della peculiarità della materia, la portata degli obblighi informativi può rivestire un ruolo centrale nella estrinsecazione del meccanismo contrattuale

e, quindi, nella valutazione, nella identificazione e nella delimitazione della causa del contratto (v. *infra*).

Ad ogni modo, l'*equità* e la *ragionevolezza* delle pattuizioni, che deriva da una crescente sensibilizzazione e protezione del *contraente debole*, sembrano catalizzare l'attenzione del legislatore prima e del giurista poi.

Anche la giurisprudenza è incline a stabilire un'equivalenza almeno tendenziale tra le prestazioni corrispettive [288] e a riscontrar la causa del contratto nella «equivalenza delle prestazioni o nella ragione giustificativa di ciascuna di esse» [289]. Così, è stato detto, «il potere del giudice di ridurre la penale manifestamente eccessiva risponde ad una funzione oggettiva di controllo dell'autonomia privata – in sintonia con il principio costituzionale di solidarietà, riferibile anche ai rapporti negoziali, e con la clausola di buona fede, inerente anche alla fase della formazione del contratto – e può di conseguenza essere esercitata d'ufficio» [290]; «la buona fede, quindi, si pone come governo della discrezionalità nell'esecuzione del contratto, nel senso che essa opera sul piano della selezione delle scelte discrezionali dei contraenti, assicurando che l'esecuzione del contratto avvenga in armonia con quanto emerge dalla ricostruzione dell'operazione economica che le parti avevano inteso porre in essere, filtrata attraverso uno *standard* di normalità sociale, e, quindi, di ragionevolezza» [291].

La dottrina, cosciente della tendenza in atto, da un lato, ha riconosciuto generale applicazione ai rimedi di carattere particolare [292], dall'altro, in tempi non so-

---

[288] Cass., 20 novembre 1992, n. 12401, in *Iusexplorer.it*: «nei contratti a prestazioni corrispettive, il difetto di equivalenza, almeno tendenziale, delle prestazioni e, a maggior ragione, il difetto *tout court* della pattuizione di un corrispettivo o, comunque, della ragione giustificativa della prestazione prevista, comporta l'assoluta mancanza di causa del contratto e, per l'effetto, la nullità dello stesso», la quale fornisce un positivo riscontro a Cass., 27 luglio 1987, n. 6492, in *Iusexplorer.it*.

[289] Cfr. le citate Cass., 14 novembre 2005, n. 22932 e Cass., 21 ottobre 2005, n. 20398 (cfr. nota 225).

[290] Cass., 24 settembre 1999, n. 10511, cit.

[291] Cass., 11 febbraio 2005, n. 2855, cit.

[292] BIANCA, *Diritto civile,* cit., p. 926: «pur se inserito in una legge speciale, il divieto di abuso di posizione dominante appartiene quindi alla disciplina generale del contratto, in quanto pone un limite di fondo all'autonomia privata. Esso segna un ulteriore, importante ingresso del principio di buona fede nelle relazioni tra imprese».

spetti, ha affermato che la violazione del canone di buona fede come norma imperativa può costituire causa di nullità dell'atto o di una sua clausola [293].

Quindi, l'interrogativo da porsi oggi non è se lo squilibrio contrattuale, nelle sue varie forme, sia sindacabile o meno, ma, piuttosto, identificare quei criteri utili ad identificare i limiti, necessariamente "mobili" [294], attraverso i quali intervenire sullo squilibrio contrattuale eventualmente rilevato, alternativamente negando tutela al contratto o alla clausola ritenuti privi di razionalità e/o proporzione ovvero riportando entro i limiti della ragionevolezza o dell'equità il contenuto della pattuizione.

[293] GALGANO, *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, in *Contr. imp*., 1997, 2, p. 417.

[294] Cass., Sez. un., 13 settembre 2005, n. 18128, cit., in relazione al potere di riduzione della penale eccessiva secondo limiti non prefissati da individuarsi di volta in volta secondo le condizioni disposte dalla legge, attraverso il criterio guida rappresentato dall'equità.

CAPITOLO 4
L'INSERZIONE DELLE PATOLOGIE NELLA TEMATICA CAUSALISTA

4.1. *L'Irs OTC che non è in grado di assolvere la funzione di copertura per il quale era stato voluto, predisposto e negoziato è carente o viziato della sua causa?*

Si è accennato che un derivato può assolvere a svariate funzioni: speculazione, arbitraggio, copertura. Quest'ultima finalità è certamente quella più diffusa, tanto per i soggetti investitori (esposti al rischio di tasso di interesse e/o valutario derivante da operazioni – bancarie, finanziarie od anche solo commerciali – attive o passive), quanto per i medesimi intermediari finanziari (al fine di gestire le analoghe esposizioni derivanti dall'attività bancaria e finanziaria e, in specie, relative al portafoglio derivati, tanto verso investitori che verso operatori professionali, come, ad es., altre banche o imprese di investimento).

Ciò detto, quali sono le condizioni e quali gli indici che permettono di qualificare e identificare un'operazione come *di copertura*?

Sul punto, la Comunicazione n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 diramata da Consob, afferma:

> le operazioni su strumenti finanziari derivati ordinate dai clienti potranno essere considerate "di copertura" quando:
> a) siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente;
> b) sia elevata la correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia etc.) dell'oggetto della copertura e dello strumento finanziario utilizzato a tal fine;
> c) siano adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui sopra ricorrano effettivamente.

Recentemente, la Corte di Cassazione ha elevato il contenuto di questa comunicazione a paradigma para-legale [295], non solo in relazione alla natura

[295] Cfr. la recentissima pronuncia Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, cit., secondo cui la citata Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 «si inquadra nell'ambito delle misure di attuazione del TUF e del reg. Consob». *Contra*, ad es., Lodo arb. Bologna, 10 febbraio 2017, cit., per cui «le comunicazioni della CONSOB non sono fonti del diritto bancario e finanziario, bensì semplici raccomandazioni aventi una mera valenza interpretativa e sono pertanto prive di

dell'operazione in derivati ma, altresì, e prima ancora, per guidare il giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti con il contratto (atipico); la Corte [296] ha, con l'occasione, sancito il seguente principio di diritto:

nel valutare, ai sensi della norma dell'art. 1322 cod. civ., la meritevolezza degli interessi perseguiti con un contratto derivato IRS, il giudice non può comunque prescindere dalle prescrizioni normative di cui all'art. 21 TUF e all'art. 26 Regolamento Consob n. 11522, nonché, per i contratti IRS con funzione di copertura, dalla verifica dell'effettivo rispetto delle condizioni stabilite dalla Consob con la Determinazione del 26 febbraio 1999.

Ne conseguirebbe che lo *swap* stipulato a protezione della temuta variazione del tasso di interesse che non sia in grado di adempiere alla funzione (di copertura) per il quale era stato concepito, voluto e creato perché, alternativamente, non sia stato esplicitamente posto in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute dal cliente, ovvero non sia riscontrata un'elevata correlazione tra le caratteristiche tecnico-finanziarie (scadenza, tasso d'interesse, tipologia, ecc.) ovvero, ancora, non siano state adottate procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le citate condizioni ricorrano effettivamente, non supereb-

---

efficacia vincolante, risolvendosi in norme di *soft law*». V., peraltro, la analoga e ben differentemente trattata questione in materia di usura, concernente l'efficacia delle istruzioni con cui vengono impartite ai soggetti vigilati le direttive e le modalità di determinazione dei Tassi Effettivi Globali ai fini del calcolo del tasso-soglia (quello, cioè, oltre il quale gli interessi si intendono usurari) di Cass., 19 dicembre 2011, n. 46669, in *Iusexplorer.it*: «le circolari e le istruzioni della Banca d'Italia non rappresentano una fonte di diritti ed obblighi e nella ipotesi in cui gli istituti bancari si conformino ad una erronea interpretazione fornita dalla Banca d'Italia in una circolare, non può essere esclusa la sussistenza del reato» e, in particolare, «le circolari o direttive, ove illegittime e in violazione di legge, non hanno efficacia vincolante per gli istituti bancari sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia, neppure quale mezzo di interpretazione»; principio che, almeno in tale ambito, pare venirsi consolidare alla luce della recente Cass., 5 aprile 2017, n. 8806, in *Dirittobancario.it*, che, contrariamente alle istruzioni impartite dall'autorità di vigilanza, ha stabilito che i costi per la stipula dell'assicurazione collegata al finanziamento devono essere conteggiati ai fini della determinazione del tasso soglia.

Con ciò, è appena il caso di osservare, la giurisprudenza sembra voler valorizzare la fonte interpretativa fornita dall'autorità di vigilanza (rispettivamente Consob e Banca d'Italia) quando e laddove si pone in ottica di difesa e tutela del cliente dell'intermediario (rispettivamente impresa di investimento ovvero banca): così, nell'assurgere a norma di fonte secondaria la Comunicazione Consob citata ovvero a disapplicare le disposizioni di determinazione dei tassi-soglia contenute nelle Circolari della Banca d'Italia indirizzate ad escludere dal calcolo gli oneri accessori all'operazione di finanziamento, la giurisprudenza pare riporre la sua attenzione non tanto alla efficacia cogente della disposizione o della istruzione ma, piuttosto, al maggiore grado di tutela che merita il cliente della banca.

[296] Cass. 31 luglio 2017, n. 19013, cit.

be il vaglio di meritevolezza degli interessi perseguibili con il contratto atipico e sarebbe, quindi, da considerarsi nullo.

V'è da dire che la predetta soluzione della immeritevolezza, accanto a quella della nullità per difetto di causa concreta, non è affatto pacifica [297]: si obietta, in particolare, sulla scia delle pronunce gemelle rese dalle Sezioni unite nel 2007 [298], che l'inidoneità dell'Irs ad assolvere la funzione per il quale è stato voluto e creato rientri piuttosto tra le violazioni agli obblighi di condotta gravanti in capo all'intermediario creatore e negoziatore dello strumento, "colpevole" di non aver divulgato correttamente le caratteristiche del derivato e/o di aver compiuto una errata ingegnerizzazione dello strumento e/o di non aver fornito adeguatamente il giudizio di adeguatezza/appropriatezza prescritti dal Tuf, con l'effetto di essere obbligato – in luogo della restituzione dell'indebito conseguente alla declaratoria di nullità – al risarcimento dei danni arrecati al cliente.

Altra corrente, invece, identifica in una contrattazione siffatta un vizio della volontà, con conseguente applicazione del rimedio dell'annullabilità del contratto per errore (riconoscibile ed essenziale) o per dolo [299].

Si dibatte, inoltre, sul fatto che la copertura, la speculazione o l'arbitraggio siano finalità individuali che rientrano tra i meri motivi che inducono una parte a stipulare il contratto e che, solo incidentalmente e casualmente, possano essere comuni ai contraenti [300]. È questa, come visto, una questione già affrontata in pas-

---

[297] Cfr., ad es., l'articolata motivazione presente in Lodo arb. Bologna, 10 febbraio 2017, cit.

[298] Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, cit.; cfr. nota 18.

[299] Ipotizza l'applicazione della disciplina dell'errore o del dolo, ma in ottica squisitamente "civilistica", con riserva di una sua applicazione al contratto dell'intermediazione finanziaria: BARCELLONA, *Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, cit., pp. 889 e 898 (su cui v. *infra* p. 145, nota 386). Per la soluzione della questione in termini di vizio della volontà: CORAZZA, *Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati IRS*, in *BBTC*, 2016, 2, p. 183 ss.

[300] Sono di tale avviso, ma con conclusioni alquanto differenti: MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014, p. 28; GIUDICI, Interest Rate Swap *e nullità del contrato: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *BBTC*, 2016, 4, p. 501 ss. Nel senso prospettato, in giurisprudenza: App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit. Decisamente sfavorevoli ad una tale commistione di funzioni entro una medesima causa negoziale e, invece, orientati verso una tendenziale distinzione tra contratti derivati con causa di copertura ovvero speculativa (*rectius* speculativi e immeritevoli di tutela *ex* art.1322 c.c.): BARCELLONA, *L'"azzardo"*

sato, in tema di causa contrattuale (al presentarsi di ogni sua "variante": soggettiva/oggettiva, economico-individuale/economico-funzionale, concreta/astratta), concernente la misura in cui deve essere distinto il motivo meramente soggettivo – e quindi tendenzialmente irrilevante – dal motivo comune alle parti contraenti e, per così dire "oggettivato", il quale può avere riflessi sulla causa concreta del contratto oggetto di analisi.

Occorre soffermarsi sul contenuto della sentenza poc'anzi citata [301], per provare a fare un po' di chiarezza sul punto.

La pronuncia regola un caso in cui le operazioni in derivati stipulate dall'investitore non rispettavano il requisito della "elevata correlazione" (di cui al punto *b*) della citata comunicazione Consob n. DI/99013791 del 26 febbraio 1999 tra operazione oggetto di copertura e *interest rate swap*:

> le stesse infatti non risultano confrontarsi con singole e specifiche operazioni sottostanti, con copertura commisurata in modo puntuale sul rischio inerente a singoli debiti. Appaiono confrontarsi, bensì, con un "indebitamento complessivo", come composto quindi da una serie articolata di debiti distinti, con decorrenza, scadenza e remunerazione diverse.

In premessa (cfr. pag. 21), però, si è segnalata la possibilità, suggerita dalla prassi e dalla tecnica finanziaria, di realizzare due tipi di copertura tra loro alternativi, una di tipo "statico" (che potremmo definire anche "specifica" o "analitica") realizzando, mediante il derivato, la copertura al rischio derivante da una singola operazione di finanziamento – e una di tipo "dinamico" (o "aggregata" o "sintetica") in cui il derivato protegge dal rischio derivante da molteplici posizioni attive/passive. In quest'ultimo caso, la correlazione tra le operazioni può essere verificata dal confronto delle rispettive *duration* [302]. Interpretando letteralmente il contenuto della sentenza (una delle prime di legittimità che indaga un profilo strutturale dello *swap*) si sarebbe portati a considerare affetti da nullità, in quanto contratti atipici non meritevoli di tutela, non solo tutti gli Irs di copertura non effi-

---

oltre la scommessa, cit., p. 571 ss., nonché ID., *Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, cit., p. 881 ss.; BERTI DE MARINIS, *I contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, in *BBTC*, 2017, 4, p. 450 ss.

[301] Cass. 31 luglio 2017, n. 19013, cit.

[302] La esaminata durata media finanziaria rispettivamente dell'operazione attiva/passiva e del derivato (cfr. nota 43).

cace – sia essa di tipo "statico" che "dinamico" – ma, altresì, tutti quei derivati che efficacemente proteggono da un rischio indesiderato, supponiamo di tasso, derivante (non da una singola ma) da molteplici operazioni di finanziamento.

La legittimità e, quindi, la compatibilità ordinamentale del derivato di copertura riferito a varie posizioni debitorie/creditorie, può essere però riabilitata: una volta reputato meritevole di tutela il derivato di copertura "analitica", la meritevolezza degli interessi perseguiti con un'efficace operazione di copertura "aggregata" non può essere seriamente messa in discussione, potendo essa essere, anzi, più proficua e meno costosa dell'alternativa "statica"; al contempo, però, come si è visto, essa necessita di adeguata e regolare manutenzione, poiché variazioni del parametro superiori ad una certa intensità possono produrre significative alterazioni del profilo di copertura inizialmente configurato.

L'elevata correlazione richiesta dalla citata Comunicazione Consob n. DI/99013791 del 1999, quindi, non risulta incompatibile con una copertura di tipo aggregato, riferita a molteplici posizioni, purché adeguatamente concepita, monitorata e periodicamente aggiustata, stante anche il tenore letterale della Comunicazione che pare fare riferimento non ad una operazione specifica ma ad un generico «oggetto di copertura».

La possibilità di porre in essere operazioni di copertura "aggregata" (oltre a quelle di tipo "specifico" e per "transazioni future") è, inoltre, espressamente riconosciuta dalla Consob; qui «l'elemento coperto è un gruppo di attività o passività oppure una porzione di esso» [303].

L'organo di vigilanza, piuttosto, tende a porre enfasi sul contenuto informativo-gestionale e sul rapporto intercorrente fra cliente e intermediario (e viceversa), al fine di un'adeguata creazione e di un proficuo monitoraggio oltreché di comprensione da parte dell'investitore dell'operazione di copertura "aggregata".

Ne consegue che, al fine della verifica della misura della "correlazione", che deve essere "elevata", tra derivato e oggetto della copertura, riveste particolare importanza una rinnovata attenzione e rivisitazione degli altri requisiti di cui alla lettera della Comunicazione Consob n. DI/99013791del 1999, vale a dire quelli

[303] Circolare ABI – Serie Tecnica n. 39 del 7 agosto 2009, cit., p. 22.

che ricorrono quando le operazioni in derivati «siano esplicitamente poste in essere al fine di ridurre la rischiosità di altre posizioni detenute», di cui alla lettera *a*), e quello per cui l'intermediario che produce il derivato si deve avvalere di «procedure e misure di controllo interno idonee ad assicurare che le condizioni di cui [alle lettere *a*) e *b*)] ricorrano effettivamente», di cui alla lettera *c*).

Come si vedrà dall'analisi prettamente causale del contratto di *swap*, la componente funzionale del derivato non è avulsa dal contenuto informativo-consulenziale che l'intermediario deve *sempre* fornire al cliente, a prescindere dalla stipulazione di uno specifico servizio di consulenza (che in materia di derivati OTC, comunque, sembra dover essere sempre dovuto, a prescindere da una sua specifica stipulazione – v. *infra*). Nel caso del derivato di copertura "aggregata", quindi, la non meritevolezza degli interessi si configurerà, semmai, allorché non sussista l'espresso intento di porre in essere l'operazione come "di protezione" e non si rinvenga un preliminare esame circa l'elevata correlazione delle operazioni oggetto di copertura; ne discende che l'assistenza dell'intermediario, al quale è demandato il compito di servire al meglio l'interesse del suo cliente e, altresì, quello dell'integrità di tutto il mercato finanziario (art. 21 Tuf), deve consistere nel fornire, unitamente alla negoziazione dello strumento finanziario derivato di tal fatta, un ulteriore e necessario servizio che chiameremo consulenziale-di-base, per distinguerlo da quello proveniente da uno specifico contratto di consulenza. L'attività consulenziale-di-base così intesa, quindi, si pone quale *conditio sine qua non per* una legittima negoziazione di strumenti finanziari complessi e, nell'ambito esaminato, rappresenta la vera e propria attività caratteristica dell'operatività in derivati negoziati *over the counter* [304].

[304] Cfr., ad es., molto di recente, Trib. Monza, 9 novembre 2017, n. 3226, in *Ilcaso.it*, che, in termini non di meritevolezza degli interessi ma, bensì, di causa in concreto, ha decretato nullo il contratto Irs oggetto di causa, perché «effettivamente carente sotto il profilo causale o, meglio, della causa in concreto, essendo dagli atti emerse numerose aporie, contraddizioni e deficit informativi idonei a deviarlo in maniera consistente e sostanziale dallo schema tipico di un contratto (comunque aleatorio ma tendenzialmente) di copertura quali possono indicarsi», tra gli altri considerati nella decisione, quello della «mancata prospettazione di una valutazione ponderata delle conseguenze economico-finanziarie scaturenti dall'adozione di tale forma di copertura rispetto ad altre parimenti utilizzabili» e, soprattutto, per quel che qui interessa, quello della «mancata dimostrazione di un collegamento esplicito – sempre qualora effettivamente sussistente, circostanza che

Per tale via, occorre chiarire il rapporto sussistente tra obblighi informativi e struttura contrattuale nella peculiare contrattazione di contratti finanziari derivati OTC, esaminando altresì gli altri elementi patologici della fattispecie.

La copertura, "sintetica" o "dinamica" che sia, deve essere efficace: l'efficacia della copertura dipende, in fin dei conti, dal tipo e dalla misura dell'alea che il derivato porta con sé.

Così, un derivato (uno *swap*) di copertura assolve efficacemente alla propria funzione se:

(a) la citata correlazione sia verificata in misura "elevata"; i parametri del derivato (nozionale, tasso di interesse, scadenza di determinazione e liquidazione dei flussi, durata) devono di conseguenza rappresentare, specularmente, quanto più possibile, quelli dell'operazione oggetto di copertura; in caso di copertura "aggregata" tale operazione deve comunque essere verificata – e la verifica va ripetuta con cadenza opportuna lungo tutta la vita del derivato – con analisi quali, ad es., la verifica della omogeneità della durata media finanziaria di cui s'è detto; ne discende logicamente che operazioni del tipo non *plain vanilla* portanti, ad es., componenti opzionarie, clausole *step-up*, moltiplicatori, effetto leva, ecc., riferite alla protezione della variazione di tasso di interesse derivante da un'unica operazione di finanziamento non complessa, ad es. un mutuo, o non potranno definirsi efficaci ovvero porteranno al loro interno qualcosa di differente o eccedente la semplice finalità di protezione, come una componente più o meno speculativa ovvero la volontà di ristrutturare precedenti esposizioni, come, ad es., l'anticipata conclusione di altri derivati portanti *mark to market* con valore negativo (c.d. "*unwinding*");

(b) oltre a ciò, l'Irs di copertura "efficace" deve poter proteggere l'investitore da una possibile, ancorché non necessariamente probabile, variazione futura del parametro: deve essere, in altre parole, "razionale"; così, condizioni economiche di Irs, anche *plain vanilla*, con parametri fissati a valori "fuori mercato", irrazionali e eccessivamente squilibrati, non potranno ritenersi efficaci; l'investitore, det-

---

neppure il CTU è stato in grado di accertare – tra il presente prodotto (asseritamente assicurativo/di protezione) e quello protetto».

to in altre parole, potrà scegliere di proteggersi da un evento non probabile ma comunque possibile, ma ciò non toglie, tuttavia, che se lo *swap* parte troppo squilibrato e tale evento diverrà "impossibile" o "quasi-impossibile", la copertura, di fatto, non ci sarà [305]; parimenti, non avranno senso Irs surrogabili da operazioni non complesse, di diretta e più agevole attuazione [306] dalla diffusione e dal costo inferiori.

4.2. Segue*: aleatorietà, squilibrio dell'alea e causa. Lo* swap *"non-par".*

Si rinviene in numerose pronunce meritorie rese in materia di *interest rate swap* l'accennato [307] concetto di *razionalità* [308] dell'alea, emergente dalla considerazione che l'oggetto dello *swap*, presupposta la sua qualificazione di contratto (aleatorio) atipico si sostanzierebbe nella «creazione di alee reciproche e bilaterali» [309]. Il concetto è stato poi declinato in termini di *equilibrio* [310], almeno tenden-

---

[305] In questi termini, v. BERTI DE MARINIS, *I contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, cit., p. 450 ss., nt. 84: «per fare un esempio pratico, si pensi ad un Irs di copertura che nasca *par*, con un nozionale identico all'importo finanziato attraverso il mutuo sottostante, con un'individuazione del tasso variabile del tutto identico a quello previsto per il mutuo, di identica durata temporale rispetto al sottostante, privo di clausole di *step up* e di costi impliciti ma che poi preveda un tasso fisso a carico del cliente talmente elevato da rendere impossibile il verificarsi dell'evento favorevole per il cliente (tasso variabile superiore del tasso fisso). Quello che ci troveremmo davanti è senza dubbio un IRS che è caratterizzato, però, dall'unilateralità dell'alea e, in quanto tale, dovrà comunque essere sanzionato».

[306] BERTI DE MARINIS, *op. cit.*, p. 450 ss., nt. 83: un'assenza di "razionalità" dell'Irs «non ricorrerebbe esclusivamente nel caso in cui lo stesso presenti caratteristiche completamente diverse dal sottostante, ma anche nel caso in cui lo stesso presenti caratteristiche completamente diverse dal sottostante, ma anche nel caso in cui risulti del tutto superfluo. Risulterebbe, ad esempio, irrazionale la conclusione di un IRS di "copertura" contestuale alla sottoscrizione di un mutuo a tasso variabile. L'irrazionalità risiederebbe nel fatto che, in tali circostanze, forse sarebbe stato ragionevole concludere un contratto di mutuo a tasso fisso».

[307] Cfr. par. 2.2.

[308] Intesa in termini di «*razionalità* per entrambi gli scommettitori»: App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit., variamente riportata al par. 2.2. Tra i sostenitori, sin dagli albori, del concetto: MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., *passim*.

[309] App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit.

[310] In vario modo inteso: cfr., ad es., Trib. Torino, 17 gennaio 2014, cit. «ciò che rileva, in effetti, ai fini della valutazione della sussistenza della causa in concreto, non è tanto o solo lo squilibrio dell'alea rispettivamente assunta, quanto la consapevolezza del contraente debole del differente livello di rischio assunto dalle parti».

ziale [311], dell'elemento aleatorio del contratto. S'è parlato altresì, in tempi più recenti, per indicare un concetto analogo, di *bilateralità* dell'alea ovvero di una sua *proporzione* o *coerenza* [312].

La tematica nasce, più che dalla inidoneità dello strumento ad assolvere alla preordinata funzione di copertura di cui s'è detto, dalla presenza di vizi intrinseci della struttura contrattuale, quali, su tutti, quelli concernenti la presenza di costi occulti tra le "pieghe" dello strumento finanziario concretamente negoziato – derivanti dalla stipulazione di uno *swap* con *fair value* diverso da zero spesso a sfavore dell'investitore, non compensato, o non adeguatamente compensato, dalla corresponsione di un importo a titolo di *up-front* pari al valore del *mark to market* negativo dello strumento – i quali solitamente vengono taciuti all'investitore (tanto nel loro ammontare quanto nelle loro modalità di determinazione), e quindi ignorati almeno sino a quando non realizza, solitamente a giochi fatti [313], l'esistenza e l'entità della perdita intrinseca dello strumento negoziato.

La questione viene risolta alternativamente con il rimedio della nullità per difetto di causa concreta / immeritevolezza dell'interesse *ex* art. 1322 ovvero con quello del risarcimento del danno [314] ovvero, ancora, di risoluzione del contratto per inadempimento dell'intermediario agli obblighi di consulenza [315] per alcuni sussistenti a prescindere dalla stipulazione di uno specifico contratto di consulen-

---

[311] L'alea non deve necessariamente essere ripartita in identica misura tra i contraenti: Trib. Milano, 25 febbraio 2015, in *Ilcaso.it*; Trib. Torino, 24 aprile 2014, in *Ilcaso.it*; Trib. Milano, 19 aprile 2011, cit.

[312] Cfr., recentemente, Trib. Monza, 9 novembre 2017, n. 3226, cit.

[313] Per esempio, da una comunicazione periodica fornita dall'intermediario o dalla segnalazione periodica del *fair value* dello strumento alla "Centrale Rischi".

[314] Per un esame dettagliato della questione (e una critica alla risoluzione del problema per mezzo del requisito causale, in favore invece dell'utilizzo dell'istituto rimediale del risarcimento del danno da inadempimento) si rinvia a: PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati fra trasparenza e causa (ovvero quando* nomina non sunt consequentia rerum), in *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014, p. 211 ss.

[315] Il quale avrebbe quindi negoziato illegittimamente uno strumento finanziario *non adeguato*: MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*, in *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014, p. 267. In giurisprudenza, per la tesi della risarcibilità del danno conseguente al carente o assente giudizio di adeguatezza, cfr., ad es., tra le più recenti: App. Brescia, 11 gennaio 2018, n. 8, in *Ilcaso.it*; Lodo arb. Bologna, 10 febbraio 2017, cit.; Trib. Roma, 18 luglio 2016, n.14375, in *Ilcaso.it.*

za tra intermediario e investitore [316], pur non mancando precedenti in cui è stata dichiarata la nullità del contratto per indeterminabilità dell'oggetto del contratto [317] ovvero di risarcimento del danno pari alle riscontrate commissioni implicite del derivato prive di pattuizione scritta e carenti delle loro modalità di determinazione [318]; si rinviene altresì, nella critica all'utilizzo indiscriminato del concetto di causa concreta fatto proprio dalla giurisprudenza in fatto di *swap*, la soluzione della questione in termini di vizio della volontà [319].

V'è da dire che l'attenzione viene qui rivolta non tanto alla categoria dei derivati ma a quella comprendente tutti quei prodotti finanziari illiquidi, intesi come «quelli che determinano per l'investitore ostacoli o limitazioni allo smobilizzo entro un lasso di tempo ragionevole, a condizioni di prezzo significative, ossia tali da riflettere, direttamente o indirettamente, una pluralità di interessi in acquisto e in vendita, anche avuto riguardo all'aspetto della convenienza economica della transazione alla luce dei costi in cui può incorrere l'investitore» [320]; il grado di liquidità è qui inteso come una condizione di fatto e non di diritto, da verificarsi caso per caso, in relazione alla concreta negoziazione considerata e a prescindere, in linea di massima, dal tipo di strumento negoziato.

Ciò non toglie, comunque, che tale situazione (l'illiquidità) sia particolarmente frequente nella negoziazione di alcuni derivati, in specie gli *swaps*, che vengono di norma negoziati al di fuori dei mercati regolamentati (quindi *over the counter*) e, inoltre, non sono agevolmente standardizzabili, rispondendo (almeno teori-

---

[316] Tra le molte voci, pare utile menzionare la recente pronuncia di Lodo arb. Bologna, 10 febbraio 2017, cit., il quale ha avuto modo di evidenziare che gli obblighi di curare al meglio gli interessi del cliente prescindono dalla presenza di uno specifico contratto di consulenza, e di declinare tale precetto sotto diverso profilo: «il fatto che un cliente al dettaglio si faccia assistere nella negoziazione di strumenti finanziari da un consulente esperto non attenua né tantomeno esclude gli obblighi di trasparenza ed i doveri di condotta gravanti sull'intermediario».

[317] Ad es.: Trib. Milano, 9 marzo 2016, n. 3070, in *Dirittobancario.it*. Viene rivolta un'attenzione particolare al «vizio genetico dell'oggetto del contratto» da TUCCI, *Contratti derivati: determinazione dell'alea e determinabilità dell'oggetto*, cit., p. 229 ss., a commento di Coll. arb., 4 luglio 2013, la quale pronuncia valorizza proprio il requisito dell'oggetto del contratto di *swap* sulla considerazione della sua natura marcatamente aleatoria.

[318] Trib. Roma, 25 novembre 2015, n. 23717, in *Ilcaso.it*.

[319] CORAZZA, *Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati IRS*, cit., p. 183 ss.

[320] Circolare ABI – Serie Tecnica n. 39 del 7 agosto 2009, cit., pp. 5-6.

camente) la loro struttura agli specifici e peculiari bisogni dell'investitore [321]: le possibilità di circolazione che ne residuano, pertanto, sono davvero ridotte [322].

Poiché la peculiarità della negoziazione in strumenti finanziari illiquidi risiede nel fatto che non sussiste un vero e proprio mercato ove scambiare e, per tale via, "quotare" il valore dello strumento e poiché, data la sua non standardizzabilità, non si ravvisa nemmeno possibile effettuare un confronto omogeneo con altri prodotti finanziari che incorporano prezzi "di mercato" attraverso cui valorizzare o parametrare il derivato OTC, il singolo contratto spesso si contraddistingue per un certo "isolamento" dal sistema degli scambi, in ragione della sua tendenziale non confrontabilità ed unicità; di qui l'impossibilità o, perlomeno, una elevata difficoltà, per l'investitore, di verificare o di avere solo cognizione delle condizioni economiche applicate e, in definitiva, della bontà e adeguatezza della scelta operata.

Ne consegue che gli elementi strutturali del contratto, *fair value* compreso, devono essere oggetto di ampia divulgazione e di specifica pattuizione, non solo in ragione del fatto che dall'art. 23 Tuf discende un preciso obbligo di pattuizione, in forma scritta, di tutti i costi le commissioni o gli oneri posti a carico dell'investitore, con specifico divieto di demandare la sua determinazione alle prassi e agli usi [323]. Così, anche le modalità di *pricing* dello strumento devono essere oggetto di contrattazione nelle loro modalità di determinazione, così come il valore dello strumento in fase di stipula, in special modo tutte le volte che risulta sfavorevole all'investitore [324].

---

[321] MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*, cit., p. 281.

[322] «Per ragioni di diritto o di fatto [i derivati negoziati *over the counter*] si connotano come prodotti con specifico "rischio di liquidità", determinato dall'impossibilità giuridica o dalla limitazione fattuale al disinvestimento»: CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., p. 4. Il contratto derivato OTC non è standardizzato e non avrebbe nemmeno mercato secondario: MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*, cit., p. 281.

[323] Trib. Roma, 18 luglio 2016, n. 14375, cit.

[324] Oltre ad altri elementi di carattere, questa volta, "qualitativo", quali, ad es., gli scenari probabilistici: MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., p. 6; in questi termini App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit.

Così si esprime la stessa Consob [325] in merito:

> si raccomanda […] di effettuare la scomposizione (c.d. *unbundling*) delle diverse componenti che concorrono al complessivo esborso finanziario sostenuto dal cliente per l'assunzione della posizione nel prodotto illiquido, distinguendo *fair value* (con separata indicazione dell'eventuale componente derivativa) e costi – anche a manifestazione differita – che gravano, implicitamente o esplicitamente, sul cliente. A quest'ultimo è fornita indicazione del *valore di smobilizzo* dell'investimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato.

In particolare, le metodologie di *pricing*, oltre a essere *basate* su metodologie generalmente condivise e riconosciute, devono predefinire le maggiorazioni eventualmente dovute a titolo di *mark up*, inteso come margine rispetto al *fair value* dello strumento; maggiorazioni finalizzate ad indennizzare l'intermediario dai costi diretti sostenuti e a riconoscergli un profitto [326].

Quindi, riassumendo, quanto al *pricing* dello strumento finanziario OTC, l'intermediario, in fase di stipula, deve, anzitutto, scomporre il valore dello strumento nelle varie componenti che lo compongono quali *fair value* (qui inteso come valore teorico di *mid market* dell'operazione), costi di *hedging* (costi sostenuti per la gestione del rischio di mercato dell'operazione e *mark up* (costo sostenuto per la remunerazione commerciale dell'intermediario) e, in secondo luogo, fornire il valore di smobilizzo dell'operazione nell'istante immediatamente successivo alla transazione [327].

Per quanto attiene invece al *set* informativo preliminare, al cliente devono essere forniti, tra gli altri, tutti quegli elementi utili ad apprezzare il profilo finanziario del prodotto, come, ad. esempio [328],

> l'andamento storico dei parametri di mercato (es.: grafico dell'Euribor), illustrazione del payoff a scadenza (es: mediante grafici), esemplificazioni sui risultati di una generica operazione rispetto a determinate ipotesi di scenario (adoperando movimenti paralleli di curva o approcci neutrali al rischio), ecc.

e deve fornire altresì una compiuta informativa concernente i rischi specifici

---

[325] CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., p. 6.
[326] CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., p. 7, nt. 4.
[327] CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., pp. 34 e 41.
[328] CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., p. 40.

del prodotto negoziato, come [329]:

misure finanziarie, classificazioni o coefficienti interni di rischio, descrizioni delle condizioni che determinano per il cliente risultati finanziari negativi, ecc.

Si capisce bene perché il contenzioso ha avuto grande risonanza e si sta ampliando sensibilmente: molto spesso tali presidi, raccomandati dalla stessa autorità che vigila sugli intermediari abilitati all'attività finanziaria (che è attività riservata), non sono posti in essere o, quantomeno, non sono posti in essere con correttezza. Nell'operatività, spesso accade che non si dia conto del valore negativo dello strumento nell'istante successivo alla sua stipula; come che non vengano compiutamente indicati i metodi di calcolo (spesso si riscontra il rinvio a non ben precisate "prassi" di mercato, in aperta violazione dell'inequivoca preclusione di rinvio agli usi contenuta nell'art. 23 Tuf) con cui viene svolta la procedura di determinazione del valore dello strumento; la scomposizione del valore dello strumento non viene realizzata ovvero viene realizzata solo teoricamente a mezzo di generici *disclaimer* privi di una puntuale indicazione dei valori corrispondenti e, generalmente, non viene espresso alcun confronto con altri prodotti (liquidi e/o meno complessi), non vengono affrontate analisi di scenario, non vengono indicate le alternative basate su prodotti semplici e liquidi (quale, ad. es., in alternativa ad un Irs *fixed-floating* stipulato in prossimità della conclusione di un mutuo, la parametrizzazione del mutuo stesso al tasso fisso/variabile desiderato ovvero la rinegoziazione del mutuo in essere con variazione del tasso-parametro).

La rilevanza della conoscenza o, per lo meno, della conoscibilità, per l'investitore, del *mark to market* dello strumento e degli scenari probabilistici è elevata e funzionale alla stessa determinazione del contenuto contrattuale: vi deve quindi essere la consapevolezza da parte di entrambi i contraenti, e per tale mezzo l'accordo, circa «la misurabilità scientifica, in termini necessariamente probabilistici, della quantità (*mark to market*) e della qualità (scenari di probabilità, dei quali il *mark to market* rappresenta la media ponderata) dell'alea […] occorre che i contraenti si accordino non solo sulle condizioni economiche – che rappresenta-

[329] CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., p. 40.

no i criteri di calcolo delle reciproche prestazioni pecuniarie – ma anche sulla quantità delle alee [e] sulla qualità delle alee […] sui criteri adottati per il calcolo. Il tutto, trattandosi dell'oggetto del contratto, a pena, ovviamente, di nullità» [330].

Si anticipa subito, cercando di confutarla, la facile obiezione per cui il *mark to market* non sarebbe l'oggetto o, comunque, un elemento essenziale del contratto e che, soprattutto, non sarebbe un elemento misurabile con certezza, che non comporta un esborso monetario ma solo potenziale e sarebbe, quindi, un elemento parziale del contratto, meramente previsionale e quindi incerto, risultato di misurazioni basate su strumenti non oggettivi, delle attese individualmente formulate da una delle parti.

Se è vero che il futuro non è prevedibile, ed è, quindi, ontologicamente indeterminato ed indeterminabile con certezza, è altrettanto vero che gran parte dell'azione umana è orientata proprio verso il futuro, attraverso la formulazione di ipotesi sulla sua conformazione prospettica (si direbbe "ho ottime informazioni per ipotizzare oggi, con un determinato grado di certezza, che domani, fra un mese, fra un anno una certa cosa avrà una certa *tendenza* – l'*an* dell'evento –; posso supporre, con un grado di certezza inferiore, che tale tendenza realizzerà un certo *andamento* e che, con un grado di approssimazione più o meno ampio, in un certo istante – il quando –, questa cosa realizzerà un certo *valore* – il *quantum* dell'evento –"). Detto in altre parole, se l'evento futuro è ontologicamente incerto e più o meno differito nel tempo, nondimeno è *certo* ed *attuale* il *giudizio* di previsione che se ne trae – il giudizio *razionale* sul futuro, ancorché sconfessato (sicuramente sconfessato!) dall'evolversi degli eventi, può essere un *parametro* di valutazione (non del futuro) ma dell'oggi che guarda al futuro.

Non v'è dubbio che il valore economico di un contratto "a termine", ovvero quello avente almeno una delle prestazioni differita nel tempo, ha assoluta rile-

[330] MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., p. 21. D'altronde, la differenza fra oggetto e causa del contratto è si presente ma, tra i due requisiti, si verifica un rapporto di "mezzo a fine": «l'oggetto consiste […] nelle cose o nelle prestazioni mediante le quali si attua la funzione economico-sociale del contratto. Parliamo di causa quando consideriamo le cose e le prestazioni dedotte in contratto nel loro rapporto di corrispettività; parliamo di oggetto quando le prendiamo in considerazione a sé, l'una separatamente dall'altra» (GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 177).

vanza giuridica, così come le prestazioni corrispettive determinate dall'incertezza che ne deriva. Ciò vale per l'alea *economica* del contratto… e per l'alea *giuridica*? Il contratto di assicurazione (che è sicuramente aleatorio), per esempio, basa la misura del premio pagato su dati prospettici, di "tendenza" (tra gli altri: volume e valore dei sinistri passati, il loro presumibile andamento futuro, la probabilità di realizzazione di determinati eventi incerti, lo *status* soggettivo del contraente, quello dell'uomo medio in termini di contrasto ai fenomeni di selezione avversa e di azzardo morale, le tendenze comportamentali in atto, la rischiosità di certe aree geografiche, ecc.). L'impossibilità di determinare con certezza, nell'*an* e nel *quantum*, un dato evento futuro, non toglie che gran parte dell'attività dell'uomo, e dell'uomo economico in particolare, sia orientata *verso* il futuro e, quindi, *verso* una sua conoscenza per mezzo di tecniche e strumenti "predittivi", anche di tipo quantitativo. Con la conseguenza che l'analisi concerne sempre più la capacità e la possibilità (non di predire ma, ed è cosa diversa) di prevedere il realizzarsi o meno e, eventualmente, misurare l'impatto, di certi eventi.

Quale cosa che sia il *mark to market* – l'oggetto del contratto [331], anche solo potenziale [332], ovvero qualcosa di differente [333]– v'è da riconoscere che per tale mezzo si può sapere molto dell'alea del derivato in un determinato istante, per esempio (e soprattutto) nella fase della sua stipulazione: se il *mark to market* è sbilanciato in favore di una delle parti, significa che l'attualizzazione di tutti i flussi futuri previsti (*rectius*: il più ragionevolmente prevedibili, ancorché determinabili con esattezza solo a scadenza, nondimeno stimabili in base a criteri oggettivi [334]) per tutta la durata del contratto porta ad un vantaggio immediato per

[331] MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., p. 24.

[332] Se non in fase di stipula, il *mark to market* costituisce l'oggetto del contratto in caso di anticipata estinzione del contratto, sia dovuta ad elementi patologici (risoluzione per inadempimento, ad. es.) ovvero in caso di risoluzione consensuale.

[333] Il *mark to market* non costituisce l'oggetto del contratto, ad es., per Trib. Verona, 27 marzo 2012, in *Dirittobancario.it*, e per Cons. Stato, 27 novembre 2012, in *Dirittobancario.it*, che reputano i costi impliciti e il *mark to market* come mere previsioni prive di rilevanza giuridica.

[334] MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., p. 27 – commentando Trib. Milano (ord.), 7 ottobre 2013, in *Dirittobancario.it*, che afferma «il costo implicito non è null'altro che una mera previsione», contraddistinto da una «consistenza "esoterica"» avente «mera natura previsionale» –, afferma,

quella parte su cui volge tale previsione favorevole. Il fatto che il derivato realizzerà risultati difformi da quello previsti, non intacca la validità dell'idea di base: il contratto, al momento della sua stipula, secondo i dati prospettici e i metodi previsionali a disposizione in quell'istante, parte sbilanciato e lo svantaggio che ne deriva deve essere conosciuto necessariamente dal contraente che parte (verosimilmente) perdente in tale transazione, al fine di poterne misurare i rischi e i benefici relativi.

Se tale previsione non si sostanzia in una attribuzione patrimoniale da una parte all'altra ma solo nell'accollo di una perdita potenziale poco cambia: sarebbe assurdo equivocare che «il derivato avrebbe un *prezzo* (mentre non ha un prezzo, ma *la misura di un'alea*)» e sarebbe altrettanto equivoco affermare che «il costo implicito sarebbe un esborso differito (mentre è lo scostamento probabilistico dal valore equo al momento t_0)» [335].

Prova ne è che il concetto di *mark to market*, nell'operatività, ha un significato ben preciso ed è uno strumento utilizzato oltre che in sede di costruzione dello strumento per la predeterminazione del valore delle condizioni economiche, altresì: (a) in sede di *risk management*, nella fase funzionale del contratto, nel monitoraggio della gestione del rischio; (b) in fase di redazione del bilancio d'esercizio dell'investitore (se imprenditore collettivo obbligato alla tenuta delle scritture contabili), con riguardo alla tradizionale indicazione in nota integrativa del *fair value* dello strumento negoziato (art. 2427-*bis* c.c.) e ai nuovi criteri di iscrizione e valutazione degli strumenti finanziari derivati, distintamente trattati in relazione alla finalità, di copertura o meno, per i quali sono stati stipulati (d.lgs. 18 agosto 2015, n. 139 che ha aggiunto il comma 11-*bis* all'art. 2426 c.c., al quale dedica at-

---

condivisibilmente, che sostenere, come fa l'ordinanza commentata, che oggigiorno in finanza le previsioni razionali sarebbero mere previsioni inquieta molto: «inquieta il matematico – il quale ci ricorda che in finanza il rischio (in gergo legale, l'alea) è naturale condizione operativa, ma se non ci fossero mezzi e metodi ragionevoli e comunemente accettati per la sua misurazione vi sarebbe anche il blocco completo dell'attività bancaria – ed inquieta per la verità, anche il giurista, che fa i conti con le *probabilità* (allo stato, non scientificamente misurabili) quantomeno allorché valuta l'ammissibilità di un atto di appello, il peso probatorio di una presunzione, la sussistenza del nesso causale ai fini della condanna al risarcimento del danno».

[335] MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., p. 6.

tenzione il principio contabile OIC 32) [336]; (c) in sede di segnalazione alla Centrale Rischi di Banca d'Italia dell'esposizione in derivati del suo cliente (le Istruzioni di Vigilanza richiedono dal 1 gennaio 2005 che per i derivati sia «segnalato nella classe di dati […] il *fair value* positivo dell'operazione; (d) in sede di liquidazione anticipata del derivato [337], il cui costo a carico del cliente è pari al *mark to market* al momento dello scioglimento, determinato in genere dall'intermediario sulla base di un modello di calcolo identico a quello utilizzato per l'effettuazione della segnalazione in Centrale Rischi [338].

La determinazione del *mark to market*, quindi, non rappresenta certo l'esatto valore del derivato "a scadenza"; ciò nonostante, è uno strumento oggettivo e sintetico per la valutazione del derivato OTC e per conoscere la "quantità" dell'alea dello strumento. Oggettivo perché si basa su criteri diffusi (la tecnica finanziaria, se non "condivisa", può comunque essere trasfusa nel contratto attraverso la pattuizione dei criteri di calcolo) e, soprattutto, perché i dati previsionali (supponiamo dell'evoluzione futura dei tassi di interesse) consentono di valutare univocamente, in un certo istante, quali saranno, secondo probabilità, i valori dei parametri a scadenza. Tale valutazione (che è la medesima che effettua l'intermediario finanziario nel corso della fase di ingegnerizzazione dello strumento e non si vede perché non la debba condividere con la sua controparte) porta ad un risultato oggettivo, presente in un certo istante, dotato di elevata capacità informativa e conoscitiva.

---

[336] È doveroso segnalare inoltre che le disposizioni normative citate non sono "autosufficienti": esse rinviano, a fini di omogeneità rappresentativa ed interpretativa, ai «principi contabili internazionali adottati dall'Unione europea» (art. 2426, co. 11-*bis*, n. 2, c.c. – il riferimento è ai noti principi IAS/IFRS). Per una analisi della nuova disciplina di rappresentazione contabile, ponderata con le tematiche e le tecniche di *risk management* sviluppate dalla prassi aziendalistica, v., ad es., tra le tante recenti pubblicazioni: AA.VV., *I derivati in bilancio – Valutazione e rappresentazione*, a cura di Antonio Chirico, Santarcangelo di Romagna, 2017.

[337] Come in caso di risoluzione per inadempimento nel pagamento dei differenziali, ma anche in una fase non necessariamente "patologica", come nel caso del venir meno (ad es. per anticipata estinzione dovuta all'integrale pagamento) della operazione oggetto di copertura, che priverebbe lo strumento derivato della sua originaria funzione.

[338] MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., p. 8.

4.3. *"In difesa delle cause perse": la causa può avere un effettivo ruolo di controllo del contratto derivato OTC. La causa nel contratto dell'intermediazione finanziaria e le prestazioni (non) caratteristiche: chi "sposta" rischio e denaro come e per quale motivo lo intende fare?*

I punti fermi dello scenario prospettato sono quindi un più o meno accentuato giudizio di disvalore verso la finanza derivativa tutte quelle volte in cui risulta non finalizzata a sterilizzare un rischio preesistente; al contempo, si riscontra poca concordanza sulle tutele sinora apprestate (nullità *vs* risoluzione per lo più), con ciò valorizzando una distinzione anche giuridica (in relazione alla sua causa) oltre che economica, del derivato alternativamente di copertura o speculativo.

Non vi è qui spazio sufficiente per affrontare un discorso sulla astratta validità del derivato speculativo: si rimanda a chi ne ha già egregiamente trattato traendone un giudizio di sfavore, riducendo la questione verso una tendenziale immeritevolezza degli interessi perseguiti con il derivato puramente speculativo, passando per il suo accostamento alla scommessa e interrogandosi su quali siano, nella realtà, i reali benefici, anche solo individuali, di una simile contrattazione [339].

Ciò che si vuole qui analizzare, in un'ottica maggiormente declinata al *risk management*, è la conformazione del derivato di copertura, nel particolare caso dello *swap*, il quale, data la sua ampia diffusione e considerata l'attenzione che continua a catalizzare, non manca di un buon terreno ove sviluppare alcuni ragionamenti.

Ebbene, ciò che spesso viene alternativamente con decisione toccato ovvero

---

[339] BARCELLONA, *L'"azzardo" oltre la scommessa*, cit., p. 571 ss.: l'autore non ravvisa alcun beneficio nella contrattazione sistemica dei derivati speculativi; non si riscontrerebbe alcun vantaggio derivante da una maggiore liquidità o stabilità dei mercati, in quanto la negoziazione *over the counter* e l'astrattezza dello strumento derivato dai parametri sottostanti renderebbero lo strumento avulso da ogni logica mercantile; i derivati speculativi possono essere sì accostati alla scommessa, ma solo come schema generale: la loro legittimità non passa per l'interrogativo se debbano essere o meno assoggettati alla disciplina delle obbligazioni naturali e, in particolare, se sia loro applicabile l'eccezione di gioco, ma, bensì, e prima ancora, verificando se superino positivamente il vaglio di meritevolezza degli interessi perseguiti con il contratto atipico; verificata la natura nominata (per mezzo della sua menzione nel Tuf) e comunque atipica di molti derivati OTC, tra cui lo *swap*, non si riscontrerebbe alcun interesse meritevole di tutela ordinamentale *ex* art. 1322, co. 2, c.c. quando la "finzione" e l'astrattezza dello strumento vengono funzionalizzati a finalità differenti da quelle di copertura di un determinato rischio preesistente.

solo sfiorato, è l'importanza delle regole di condotta e degli obblighi informativi (di informare e di tenersi informato) gravanti in capo all'intermediario finanziario, i quali impongono non solo un flusso informativo bidirezionale dall'investitore all'intermediario (in relazione alle necessità di investimento, nel caso finalizzate alla protezione di un rischio) e dall'intermediario all'investitore (in relazione alla esplicitazione del programma negoziale determinato) ma, nel caso degli *swaps*, devono trasformarsi in un vero e proprio "consenso informato", un "accordo cosciente" [340] dell'investitore alla realizzazione dell'operazione.

Quel che si dice agire con «diligenza, correttezza e trasparenza» e «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che siano sempre adeguatamente informati» (art. 21 Tuf, co. 1, lett. *a*) e *b*)) significa "informare il cliente" [341] in modo tale che possa prendere con *autonoma coscienza indotta* [342] le proprie

---

[340] Questa pare essere una buona espressione per indicare sinteticamente l'obbligo, prescritto dall'art. 19, co. 3, della direttiva 2004/36/CE, di fornire ai clienti o ai potenziali cliente «in una forma comprensibile informazioni appropriate:

- sull'impresa di investimento e i relativi servizi,
- sugli strumenti finanziari e sulle strategie di investimento proposte; ciò dovrebbe comprendere opportuni orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti o a determinate strategie di investimento,
- sulle sedi di esecuzione, e
- sui costi e gli oneri connessi,

cosicché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che vengono loro proposti nonché i rischi ad essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa. Tali informazioni possono essere fornite in formato standardizzato».

[341] L'informazione che intercorre vicendevolmente tra investitore e intermediario, sotto l'egida del Tuf, ha un connotato peculiare che si inserisce nei generali obblighi di condotta gravanti in capo all'impresa di investimento, sintetizzati dalle seguenti regole applicative con intensità e in misura decrescente in relazione alla classificazione del cliente (al dettaglio, professionale, controparte qualificata): (a) *know your customer rule* (già espressa dall'art. 28 del reg. intermediari n. 11522/1998 abrogato ed oggi prevista dagli artt. 39 e 41 del reg. intermediari n. 16190/2007), secondo cui l'intermediario è obbligato, prima di stipulare il contratto di investimento, ad acquisire tutte le informazioni necessarie a comprendere la conoscenza e l'esperienza del cliente in materia di investimenti, la sua propensione al rischio, a consegnargli il documento-tipo sui rischi generali e ad informarlo in modo specifico delle caratteristiche e dei rischi dello strumento finanziario che si vorrà negoziare (art. 31 del reg. intermediari n. 16190/2007); (b) *suitability rule* (già espressa dall'art. 29 del reg. intermediari n. 11522/1998 abrogato ed oggi dall'art. 39 ss. del reg. intermediari n. 16190/2007) secondo cui gli intermediari debbono segnalare in modo chiaro e comprensibile la non adeguatezza o la non appropriatezza dell'operazione prescelta; (c) *best execution rule* (espressa dall'art. 45 del reg. intermediari n. 16190/2007), secondo cui le imprese di investimento devono eseguire le operazioni richieste dalla clientela alle migliori condizioni possibili; (d) obbli-

decisioni di investimento, però, è solo l'*output* del processo di «servire al meglio l'interesse dei clienti» tutelando «l'integrità dei mercati» (art. 21, co. 1, lett. *a*), Tuf), ivi compresi i clienti esperti [343]: nell'identificare i contorni di questo *interesse*, vi è una divisione «tra chi ritiene che tale obbligo sia riconducibile al canone di correttezza e buona fede di cui agli artt. 1175 e 1375 c.c., chi, invece, ritiene che esso possa venire accostato all'obbligazione del mandatario e chi, infine, vi intravede un'obbligazione che, sebbene in senso lato possa dirsi di natura gestoria di interessi facenti capo ad un soggetto diverso dall'obbligato, presenta caratteri tali da non consentire una piena identificazione con figure già disciplinate dal codice civile» [344].

Ma se le formule utilizzate per identificare il concetto di buona fede (quali, ad. es., "correttezza e lealtà", "rispetto della parola data", "protezione degli affidamenti suscitati", "fedeltà ad un accordo concluso", "impegno all'adempimento delle altrui aspettative", "divieto di comportamenti vessatori ed ostruzionistici" [345]) sembrano alquanto generiche oltreché già enucleate nei doveri accessori

---

go di evitare l'instaurarsi di situazioni in conflitto di interessi con l'investitore, pur essendo comunque possibile per l'intermediario agire in presenza di essi purché adotti previamente appositi presidi organizzativi tesi ad identificare, eliminare ovvero ridurre i rischi relativi, informando il cliente della presenza dell'interesse in conflitto, agendo altresì in modo da non arrecargli danno (art. 21, lett. *c*), Tuf e art. 23 ss. del reg. intermediari n. 16190/2007). Cfr. sul punto ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato immobiliare*, cit., p. 123 ss. e la ricostruzione normativa effettuata da Lodo arb. Bologna, 10 febbraio 2017, cit.

[342] Infatti «le informazioni devono essere *appropriate* affinché le decisioni in materia di investimenti possano essere assunte *in modo consapevole* […] pare evidente che la norma [artt. 27, co. 1, e 28 del reg. Consob n. 16190/2007] impone un onere di informazione *qualificato*»: ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato immobiliare*, cit., p. 129.

[343] «Più precisamente, tanto la ISD, quanto la Mifid hanno imposto ed impongono che alle imprese non finanziarie munite di competenza e esperienza in materia di strumenti e mercati finanziari si applichi la clausola generale secondo la quale gli intermediari finanziari "*debbano ... agire nell'interesse dei clienti*" fino al limite del "*possibile*", ovvero debbono "*servire al meglio gli interessi dei clienti*": le formule riprodotte – la prima tratta dall'art. 11, dir. 93/22/CE; la seconda tratta dall'art, 19, dir. 2004/39/CE – sono praticamente coincidenti nel porre a carico delle imprese finanziarie un preciso obbligo di condotta a favore di qualsiasi cliente, ivi compresi i "*clienti professionali di diritto*" ed i "*clienti professionali su richiesta*"»: LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, cit., p. 199.

[344] LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, cit., pp. 200-201.

[345] D'ANGELO, *La buona fede. Il contratto in generale*, IV, in *Trattato Bessone*, XIII, Torino, 2004, p. 4.

all'obbligazione principale, in quanto finalizzati a proteggere l'interesse del contraente al conseguimento della prestazione principale dedotta in contratto [346], nell'ambito dei servizi e delle attività di investimento la clausola generale contenuta nel citato art. 21, lett. *a*), Tuf – "figlia" dell'art. 19, par. 1, dir. 2004/39/CE – rappresenta, data la sua specificità e perentorietà [347], la principale obbligazione dell'intermediario [348]. Così, è stato acutamente osservato, «l'obbligo di perseguire gli interessi dei clienti è l'obbligazione principale dell'intermediario – e non già un obbligo integrativo, come si potrebbe ipotizzare (e talora si sostiene) se effettivamente fosse una specificazione dell'obbligo di buona fede – perché essa è strettamente correlata a quella che, a ragione, può dirsi la funzione economico-sociale del contratto di intermediazione mobiliare. Alla radice di queste considerazioni è la stessa giustificazione dell'esistenza degli intermediari finanziari […] Con qualche approssimazione può, dunque, affermarsi che gli intermediari finanziari "assistono" gli investitori, vale a dire "assistono" i soggetti meno informati (e quindi maggiormente esposti a forme di opportunismo contrattuale ad opera dei prenditori di fondi) nello scegliere e monitorare i loro investimenti» [349].

In questo contesto e attraverso una lettura del problema in chiave macroeconomica si verifica la cesura tra diritto dei contratti dell'intermediazione finanziaria e codice civile: la logica del puro scambio solo contornata degli obblighi solidaristici è superata in favore di una connotazione collettiva del risparmio; tale senso di collettività (la tutela dell'investitore e, per tale mezzo, dell'integrità del mercato) si riverbera sul singolo contratto visto, ora, come mezzo per l'avvio dell'azione utilitaria-sociale; «dal canto suo, il riferimento all'interesse dell'investitore richiede di considerare l'operazione non in sé, ma dando risalto e

---

[346] D'ANGELO, *op. cit.*, p. 95 ss.

[347] L'art. 19, co. 1, della citata direttiva 2004/39/CE prescrive un principio di comportamento specifico, impartendo agli stati membri il compito di emanare norme che facciano sì che «le imprese di investimento […] agiscano in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti»

[348] LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, cit., p. 201; in questi termini anche MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., p. 9 ss.

[349] LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, cit., p. 203.

rilievo a tutta una serie di elementi che sebbene esterni al contratto sono su di esso sicuramente influenti» [350].

La tradizione civilistica ha cristallizzato due principi tra loro collegati, il primo riassunto nella nota formula *caveat emptor* (spettano all'acquirente l'onere ed il rischio di procedere all'accertamento delle qualità del bene compravenduto e della rispondenza del bene stesso ai propri interessi) e il secondo rispondente alla regola per cui ciascuna parte è legittimata a perseguire la massimizzazione degli interessi dedotti in contratto con il limite dell'agire entro i limiti della buona fede nei confronti della controparte. Ebbene, nel contratto dell'intermediazione finanziaria «si assiste alla sospensione di entrambi questi principi. E ciò per il semplice motivo che l'intermediario finanziario non "vende", ma "*agisce nell'interesse*", anzi, si potrebbe ormai aggiungere, "*serve al meglio*" l'interesse della controparte» poiché, quest'ultima il più delle volte «versa nell'assoluta impossibilità di procedere, con riguardo agli strumenti finanziari, a quelle verifiche che vengono sottintese nel principio "*caveat emptor*"». L'interesse dell'investitore – parte *per definizione* [351] meno informata , quindi più debole, almeno in questo settore che tende alla creazione del valore proprio dalle (e per mezzo delle) informazioni – deve essere oggetto di particolare tutela; l'interesse dell'intermediario, quindi, in tale contesto, è recessivo a quello dell'investitore.

Le linee guida ABI nella diffusione di prodotti finanziari illiquidi [352], affermano che «coerentemente con lo spirito dettato dalla nuova disciplina (MiFID), anche nella distribuzione di prodotti finanziari illiquidi gli intermediari assumono la veste di prestatori di servizi e non già di meri venditori di prodotti, atteso il rap-

---

[350] MINNECI, *L'operatività in IRS: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014, p. 168.

[351] Giova considerare che non sembra farsi torto a nessuno supporre, secondo l'*id quod plerumque accidit*, che un investitore, anche supportato dalla più avveduta divisione finanziaria, per quanto ben informato ed organizzato, non possa disporre di informazioni, metodi, conoscenze e strumenti di gestione ed applicazione dei medesimi in quantità e qualità superiori o, almeno, pari a quelli di una banca o di un'impresa di investimento. Se si fa almeno un torto, non è illogico ed, anzi, pare prudenziale, partire da tale supposizione; l'informazione ridondante che se ne ricaverà per *quell'eccezione* non sarà d'intralcio a garantire una corretta impostazione generale del sistema.

[352] Circolare ABI – Serie Tecnica n. 39 del 7 agosto 2009, cit., p. 4.

porto di durata con la clientela che ha come base il contratto per la prestazione di servizi di investimento»; tali indicazioni assumono, per la stessa autorità di vigilanza «indirizzi di comportamento specifici per il caso in cui gli intermediari operino con clientela al dettaglio distribuendo […] prodotti con caratteristiche di scarsa liquidità».

Quanto appena detto porta a considerare la negoziazione in strumenti finanziari illiquidi svolta nell'ambito di una attività o di un servizio di investimento come una transazione effettuata entro un settore dotato di caratteristiche e regole proprie, proprio in ragione della peculiarità tecnica delle contrattazioni ivi poste in essere che, se aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati, volge i suoi principi *in primis* verso la tutela dell'investitore e del mercato in generale.

Pare quindi necessario apprestare adeguati presidi organizzativi, soprattutto quando l'intermediario si trova a negoziare con la clientela "al dettaglio" [353], la quale, nell'immanente contesto di asimmetrie informative e di complessità che caratterizza l'intermediazione finanziaria, si ritrova a dover riporre nella controparte il massimo grado di affidamento circa la rispondenza dell'operazione alle proprie esigenze ed alla corretta definizione delle condizioni economiche applicate [354]. E su tali presupposti è stata interpretata dall'Autorità di vigilanza l'introduzione nell'ordinamento nazionale della citata direttiva *MiFID* [355]:

> l'attività di intermediazione mobiliare […] assume così i contorni di un servizio svolto nell'interesse del cliente, perdendo i connotati di mera attività di vendita di prodotti per

[353] Per "clienti al dettaglio" (art. 26, lett. *e*), reg. intermediari n. 16190/2007) – nei cui confronti, nel vigore della *MiFID* (dir. 2004/39/CE), esiste la massima tutela in termini di trasparenza ed informazione – si intendono quei clienti identificati per esclusione rispetto alle altre due categorie di "clienti professionali" (art. 26, lett. *d*), reg. intermediari n. 16190/2007) e alle "controparti qualificate" (art. 58 reg. intermediari n. 16190/2007); i "clienti professionali", distinguibili in pubblici e privati, si suddividono a loro volta in clienti professionali privati "di diritto" e "a richiesta" e gli ultimi di questi possono assumere tale qualifica solo al termine di una prestabilita procedura informativa (richiesta scritta dell'investitore, avvertimento scritto dell'intermediario concernente la perdita di talune tutele, dichiarazione di presa informazione dell'investitore) e in presenza di specifici requisiti (concernenti il grado di esperienza maturata e la competenza acquisita in relazione ai tipi di prodotti finanziari che l'investitore intende andare a stipulare e ai mercati ove questi vengono negoziati).

[354] In questi termini si esprime la stessa CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., p. 1.

[355] CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., p. 3.

conto di altre categorie di soggetti terzi […] È richiesto di conseguenza un significativo cambiamento del modello relazionale intermediario-cliente, con il passaggio da una logica incentrata sullo specifico "prodotto" commercializzato ad una logica incentrata sul "servizio" reso al cliente.

Per tale via, la stessa Consob non ha avuto esitazioni ad affermare un principio di estrema importanza e, se si vuole, di radicale cambiamento di prospettiva, anche giuridica [356]:

con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, […] l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) "su misura" per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti.

Tali non sono e non possono essere considerate delle mere dichiarazioni d'intento prive di seguito pratico: la stessa giurisprudenza se ne è accorta, ancorché il contenuto delle decisioni non sia ancora sufficientemente omogeneo.

S'è detto che la logica della "vendita" deve lasciare il posto a quella del "servizio" e, in specie, alla logica della "collaborazione". Ma ciò può però portare all'instaurarsi dell'accennato "paradosso" del conflitto di interessi [357].

A ciò si aggiunga che il conflitto di interessi che si viene a creare allorché l'intermediario negozi in contropartita diretta con il cliente uno strumento derivato OTC, può essere aggravato dal fatto che l'intermediario si trovi a detenere un rischio, derivante da altre operazioni poste in essere nell'esercizio della sua attività, non desiderato e che intende trasferire all'esterno [358]: è questo il caso derivante, ad. es., dall'"internalizzazione" di molteplici contratti di Irs, i quali potrebbero portare, in un certo momento, a detenere una posizione non desiderata, con conseguente incentivo a trasferire ai propri clienti la parte di rischio che non si intende trattenere.

Ciò detto, da tali considerazioni prende vita un orientamento che, a partire dalle citate disposizioni, in *primis* il tenore dell'art. 21 Tuf e il relativo riferimento

[356] CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., p. 9.
[357] V. *supra*, pag. 52.
[358] CONSOB, *Comunicazione* n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997.

alla tutela e integrità dei mercati, ha sancito che la regolazione del contratto dell'intermediazione finanziaria sarebbe affidata anzitutto alla stessa impresa di investimento, la quale sarebbe titolare di un vero e proprio *ufficio di diritto privato* [359]. Ad essa sarebbe demandata (almeno una parte del)la tutela ordinamentale per mezzo della conclusione di contratti in cui l'interesse della banca viene considerato recessivo rispetto a quello del proprio cliente – al quale sarebbe garantita la massima tutela e, per tale via, ne gioverebbe tutto il mercato, il quale può contare su transazioni "razionali" e su operatori "liberi" dal "gioco" di transazioni potenzialmente dannose –: gli strumenti giuridici per raggiungere tale risultato *ideale* sarebbero stati identificati nell'inoperatività del principio del *caveat emptor* e nell'identificazione di una *causa mandati* sottesa alla negoziazione in derivati OTC.

Effettivamente, una tale impostazione può sembrare alquanto utopistica, per un verso, ed eccessivamente "paternalistica", dall'altro.

Certamente, una interpretazione del contratto finanziario ancorata alla tradizionale visione *civilistica* orientata al contratto in generale, sbilanciata meno sulla tutela del contraente debole che sulla imperatività del *nudo patto*, può sollevare più di una perplessità; perplessità che tende a dissolversi se si riflette attentamente sulle peculiari caratteristiche della contrattazione in derivati OTC (in specie gli *swaps*). In tali contratti, se si pensa bene, sono tante e tali le caratteristiche strutturali, peraltro non univoche e suscettibili di ampie modificazioni (scambio fittizio di un importo nozionale che può realizzare qualunque valore, astrattezza dal parametro sottostante, regolamento dei pagamenti per differenziali, possibilità di

[359] Portatori di questa innovativa prospettiva interpretativa sono: App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit.; MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., p. 9 ss., il quale sviluppa la similitudine tra l'ufficio svolto dall'impresa di investimento e quello dell'ufficio privato variamente presupposto in taluni istituti del codice civile (discipline del tutore, dell'interdetto, dell'esecutore testamentario) alla luce dell'applicazione generalizzata dei doveri di diligenza, trasparenza e correttezza (a tutela dell'investitore e dell'integrità di tutto il mercato) previsti dall'art. 21 Tuf verso tutti i tipi di investitori (anche quelli che avessero rilasciato la dichiarazione di "operatore qualificato"), e considerato che vi sarebbe sugli intermediari abilitati il controllo amministrativo dell'autorità di vigilanza e che i soggetti vigilati siano naturali portatori di un contro-interesse che si pone in rapporto di conflitto con quello dell'investitore (e che quindi giustificherebbe l'apprensione di una maggiore attenzione agli interessi di quest'ultimo).

amplificare o comprimere quanto si vuole la variazione del sottostante, presenza di asimmetria informativa fra le controparti, presenza di valori intrinseci basati sull'andamento futuro del parametro, possibilità di unire in un unico prodotto più tipi di derivati, "accessorietà" del contratto ad una o più d'una operazione oggetto di copertura, possibilità di determinare durate del contratto estremamente elevate, ecc.), che è facile rendersi conto dell'unicità della fattispecie. In particolare, del tutto a grandi linee e solo per affinare il concetto, i contratti del commercio sono generalmente funzionali alla circolazione di una *res* ovvero ad una prestazione di fare, non fare, permettere, con l'eccezione dei contratti bancari i quali hanno la caratteristica comune di trasferire momentaneamente una ricchezza da un soggetto ad un altro, al fine (almeno tendenzialmente) di un suo temporaneo impiego.

I contratti di *swap*, invece, come molti dei contratti derivati OTC, riducono la loro struttura elementare ad uno scambio fittizio di pagamenti; la "ricchezza" che se ne produce è in realtà *fittizia* [360], ma non per questo sempre e comunque non meritevole di tutela. La sua "forza-opportunità" (creazione di un reciproco obbligo/diritto di pagamento in forza di una risorsa – la "finzione" – del tutto ripetibile, poiché inconsumabile) rappresenta allo stesso tempo la sua "debolezza-pericolosità".

Nell'interrogarsi sui caratteri di non rispondenza al paradigma utilitario del derivato meramente speculativo (e, si aggiunge, del derivato *strictu sensu*) , è stato messo in evidenza che «essi concernono una "merce" che […] non c'è e non ci sarà mai […] la funzione speculativa dei derivati speculativi […] consiste propriamente nella creazione di un'apparenza (= scambio fittizio) volta soltanto ad aggiudicare ricchezza a chi avrà "puntato" sul verso in cui andranno le cose nel "mondo reale" cui del tutto strumentalmente alludono» [361].

Detta in termini più elementari, nessuna delle prestazioni dedotte in contratto (entrambe rappresentate da somme di denaro, scambiate solitamente mediante un regolamento per differenziali, dedotte da un importo nozionale parametrato ad un valore sottostante posto in rapporto di reciproca astrattezza con il resto

[360] Ed in tali termini si è negata tutela ordinamentale al derivato speculativo *tout court*: BARCELLONA, *L'"azzardo" oltre la scommessa*, cit., p. 596.

[361] BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 582.

dell'operazione) ha natura *caratteristica*. In uno studio di altra tematica, s'è detto: «poiché nei contratti di scambio una prestazione è costituita pressoché sempre da denaro, il tratto caratterizzante ognuno di essi è rappresentato, a ben vedere, dall'altra prestazione; in altre parole il denaro è un elemento neutro del contratto, sicché sarebbe possibile tracciare una mappa degli elementi che connotano un determinato tipo contrattuale privilegiando appunto la diversa prestazione che, diversamente dal denaro, non ricorre negli altri tipi contrattuali»; per tale via sarebbe possibile identificare un "alfabeto delle fattispecie" identificando le regole peculiari di ciascuna prestazione caratteristica, ricavandole dalla disciplina del contratto dalla stessa caratterizzato, «disciplina applicabile alle prestazioni stesse anche quando dedotte al di fuori dello specifico contratto di origine» [362].

In pratica, la prestazione in denaro avrebbe sempre «natura amorfa» essendo «tendenzialmente incolore» [363] e non servirebbe, pertanto, alcun tipo di utilità nell'indagare il contratto e, in specie, la sua causa.

La causa del contratto di *swap*, come abbiamo visto nelle pagine che precedono [364], si ritrova in stretto rapporto con l'alea del contratto aleatorio (la causa è informata dell'aleatorietà); l'alea del contratto aleatorio (l'indeterminatezza di una o entrambe le prestazioni) però, non si identifica *in toto* con la sua causa (l'alea, nel noto insegnamento, «colora e qualifica l'elemento causale»), poiché, viceversa, la causa si identificherebbe con l'incertezza, quindi col *nulla*, e ciò si scontrerebbe se non con l'evidenza logica almeno con l'insegnamento parmenideo per cui solo l'essere *è*, mentre il non essere, semplicemente, *non è*. Se la causa dell'Irs aleatorio non si identifica (solo) con l'alea e, quindi, con il fattore di rischio che determinerà la misura di una o di entrambe le prestazioni e se dallo scambio di pagamenti in denaro (dal quale più di qualcuno ha fatto discendere la causa astratta del contratto di *swap* [365]) non è possibile rinvenire alcun tratto caratterizzante

[362] SICCHIERO, voce *Contratto misto*, cit., p. 1.

[363] «A ben vedere, infatti, la presenza di denaro serve solo come misuratore del valore attribuito ad una determinata prestazione e consente di verificare se lo scambio possieda una propria razionalità economica (causa) o se avvenga a titolo meramente gratuito»: SICCHIERO, *op. loc. ult. cit.*

[364] Cfr., ad es., pag. 78 e riferimenti relativi.

[365] Cfr. pag. 23 e riferimenti relativi.

poiché la prestazione in denaro risulta "neutra", si evince che l'unico elemento che contraddistingue il giudizio causale è, per mezzo del generale (ma non scontato – v. *supra*) carattere aleatorio dello *swap*, l'utilizzo alternativamente di copertura, speculazione o arbitraggio che se ne può fare e che si risolve, in astratto, con la gestione (attiva o passiva) del rischio finanziario derivante dal *maneggiare* a proprio piacimento un dato parametro del mercato finanziario (il sottostante: tassi, merci, valute, titoli, prezzi, ecc.).

Cade così il baluardo della causa dello *swap* e del derivato OTC in generale intangibile alla funzione particolare del contratto [366] nonostante la immutabilità della struttura elementare al variare delle rispettive funzioni a cui è preordinato (copertura/speculazione), tanto da mettere in serio dubbio la legittimità del derivato speculativo [367], la cui figura può essere accostata (ma non si identifica) con la disciplina della scommessa (tollerata o legalmente autorizzata che sia), e di definire le condizioni di meritevolezza del derivato di copertura, accostabile al contratto di assicurazione (ma alla cui disciplina non può attingere, stante la notevole diversità di struttura contrattuale [368]): «queste diverse ed opposte funzioni dei derivati

[366] Ed in tali termini ragiona un'attenta dottrina: v., su tutti, BARCELLONA, *L'"azzardo" oltre la scommessa*, cit., p. 571 ss., nonché ID., *I derivati e la causa negoziale – II – Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, cit., p. 881 ss. Favorevole invece ad una causa unica, basata sul concetto di "scommessa legalmente autorizzata" (profilo presente in tutti i derivati, anche quelli di copertura) e, per tale mezzo, sulla necessità di estendere l'accordo all'alea (che deve essere "razionale") e agli scenari probabilistici dello strumento: MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., p. 20 ss.

[367] Che, come anticipato poc'anzi, sarebbe privo di tutela in quanto non meritevole *ex* art. 1322 c.c.: «del tutto improbabile si mostra, infatti, la pretesa di estendere ai derivati speculativi le funzioni positive che spesso si accreditano alla speculazione in generale»: BARCELLONA, *L'"azzardo" oltre la scommessa*, cit., p. 581.

[368] Il paragone pare «non del tutto calzante», tra gli altri, per BERTI DE MARINIS, *I contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, cit., p. 450 ss.; negli Irs di copertura «non vi è alcun effetto di assicurazione del rischio né di copertura del medesimo. Il rischio semplicemente si trasforma. L'assicurazione è giammai assimilabile allo swap, poiché il premio pagato dall'assicurato ha la natura di corrispettivo in senso stretto verso il trasferimento del rischio di eventi incerti sia nell'*an* che nel quando. L'acquirente dello swap non trasferisce al venditore il rischio di un evento incerto nell'*an* e nel quando bensì cambia il segno del rischio correlato ad un fenomeno economico certo nell'*an* (incerto ovviamente nel *quantum*) e costante qual è l'evoluzione dei tassi; conservando su di sé ma scommettendo all'inverso rispetto alle proprie precedenti scelte»: DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità; e se finalmente dices-*

sono oggettive, nel senso che non attengono solo allo "scopo" dei contraenti ma, prim'ancora, a quel che oggettivamente entra nel contratto ed al modo in cui per suo mezzo la ricchezza è fatta circolare. Solo che quel che oggettivamente entra nel contratto non si evince soltanto dalla sua struttura formale o, più esattamente, dallo schema dei suoi effetti quando siano descritti secondo la loro ordinaria nomenclatura giuridica» [369].

Due sono le ragioni che propendono ad affrancare le finalità alternativamente di copertura o speculativa all'area dei "meri motivi" – come noto irrilevanti, di norma, per l'indagine causale – ed elevarli ad elementi caratterizzanti la causa del contratto di *swap*.

Anzitutto, retrocedere le finalità anzidette ai meri motivi e assurgere a causa lo "scambio in sé" o il "sinallagma puro" significherebbe confondere il "meccanismo operativo" del quale il contratto si avvale con l'oggetto di cui in effetti dispone; in altri termini, «occorre discernere l'oggetto dello scambio dall'involucro che lo veicola: l'oggetto dello scambio è ciò che si paga, la merce (e dunque la ricchezza) a cui si commisura il prezzo; l'involucro è il meccanismo operativo" o – meglio – il dispositivo giuridico a mezzo del quale (quando lo scambio non concerna *res* o beni immateriali legal-tipici) l'oggetto è confezionato in guisa da poter essere trasferito/attribuito da un contraente all'altro […] il giudizio causale, attenendo alla circolazione della ricchezza, richiede di essere riferito non semplicemente all'involucro ma anche alla ricchezza che esso veicola quale oggettivamente si determina in forza delle modificazioni che gli effetti giuridici del contratto producono nelle sfere giuridico-economiche dei contraenti» [370]. Nel caso del derivato di copertura, ad esempio, il collegamento fra la protezione assicurata contro un evento, assunta a "merce", ed il suo involucro, cioè l'obbligo pecuniario condizionato, non risiede nella "mente" e non costituisce, quindi, un movente soggettivo o un intento (motivo) di uno o anche di entrambi i contraenti, ma nella "de-

---

simo che è immeritevole e che tanto basta?, in *Rass. dir. civ.*, 2014, p. 310.

[369] BARCELLONA, *L'"azzardo" oltre la scommessa*, cit., p. 583.

[370] BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 584, il quale afferma altresì che «l'invenzione di negozi astratti non sembra rientri nel potere di autonomia conferito ai privati dal 1° comma dell'art. 1322» (BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 587).

scrizione" che il contratto fa del rischio verso il quale appresta la protezione desiderata; la «inerenza alla sfera giuridico-economica di uno dei contraenti» della ragione causale sottostante (il rischio coperto), nel caso in cui si scambi copertura contro denaro (se non addirittura copertura contro copertura ma di rischi non coincidenti), scopre la logica secondo la quale il contratto sposta ricchezza (la causa) [371].

In secondo luogo, occorre tenere ben presente che la contrattazione di uno *swap* "in contropartita diretta" con un intermediario finanziario nell'ambito di un servizio di investimento (sotto, quindi, l'egida del Tuf) conserva una causa del tutto peculiare: in tale tipo di contrattazione, come si è avuto modo di notare, gli specifici presidi di condotta e di tutela individual-sociale (dell'investitore e del mercato) imposti dalla normativa di settore, fanno sì che la fase di consulenza e di ingegnerizzazione del prodotto finanziario – da "cucirsi", al pari di un abito di sartoria, addosso ai bisogni (di copertura) del cliente – formino altre prestazioni caratterizzanti il contratto di *swap* di copertura, rinvenendosi in esse una vera e propria prestazione qualificante il requisito causale.

In una interpretazione conforme alle disposizioni comunitarie, orientata alla tutela del mercato e alla diffusione e alla circolazione della ricchezza in tutte le sue forme (nel senso più ampio, non di mera circolazione, ma di efficiente circolazione), quindi, la causa del contratto di *swap* di copertura, qui inteso come strumento derivato OTC negoziato in contropartita diretta con l'intermediario finanziario nell'ambito di applicazione del Tuf, sembra essere caratterizzata dalla compresenza di una *causa mandati* [372]. L'oggetto del contratto, di conseguenza, non sarà unicamente la predisposizione di un "meccanismo" di produzione artificiale di flussi di denaro, quale che ne sia il concreto utilizzo, ma la creazione di uno strumento finalizzato alla gestione del rischio finanziario e alla immunizzazione ovvero deputato a sterilizzare o a calmierare gli effetti non desiderati causati dall'accadimento di un determinato evento.

L'identificazione di una *causa mandati* nello *swap* così inteso, non implica

[371] BARCELLONA, *op. ult. cit.*, p. 586.
[372] App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit.

necessariamente l'applicazione della disciplina del contratto di mandato [373]. Detto per altro verso, lo *swap*, non parrebbe mai configurarsi come un "contratto misto": «l'unico limite a tale qualificazione è che la combinazione si articoli al punto tale da dar vita ad un contratto atipico, in forza appunto dell'atipicità delle prestazioni scambiate. E così non potranno definirsi misti [ad. es.] la cessione di *know how* [ovvero] il contratto autonomo di garanzia e più in generale tutte le fattispecie in cui la concreta predisposizione del meccanismo contrattuale sia così distante dai tipi codificati, da impedire di riconoscere nel contratto specifico le prestazioni», in quanto tale giudizio qualificante sarebbe proprio imperniato sullo strumento della causa in concreto: mista ove lo scambio attenga alle prestazioni scambiate, nei tipi codificati, contro quella "neutra" del denaro, «atipica se non altrimenti identificabile» [374].

Non v'è dubbio che il contratto di *swap*, al di là della sua diffusione, al di là anche del fatto che sia nominato dall'art. 1 del Tuf, sia un contratto atipico e sia quindi suscettibile di essere giudicato meritevole/immeritevole di tutela in relazione ai concreti interessi perseguiti dalle parti [375]. La tesi della social-tipicità non convince in ragione del fatto che, nei termini sopra esposti, non v'è una disciplina di base, nemmeno nella prassi, in merito alla sua struttura; la quale è oltremodo flessibile e altamente variabile ed è altresì caratterizzata dalla possibilità di accogliere quel profilo di rischio specifico che funzionalizza il contratto a proteggere l'investitore da un evento definito.

Il contratto, in altre parole, al di là di una struttura comune di base, è ontolo-

---

[373] V'è da dire che la compresenza di una *causa mandati* è stata ipotizzata da App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, cit., e da MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, cit., p. 19 ss., attraverso l'accennato istituto dell'ufficio di diritto privato dal quale scaturirebbe un rapporto contrattuale tra intermediario e investitore avente carattere di tipo "gestorio", ma si ravvisano perplessità nell'accostamento alla figura del mandato anche da chi pone enfasi "strutturale" agli obblighi di collaborazione: LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, cit., p. 208, nt. 42.

[374] SICCHIERO, voce *Contratto misto*, cit., p. 7.

[375] «Nominare, infatti, è un'operazione normativa del tutto diversa dal *tipizzare*, che si da solo attraverso l'articolazione di un preciso schema negoziale e la regolamentazione del rapporto che ne consegue: questo, che vale in generale, deve ritenersi scontato rispetto a *swap*, *future* e *options*, dei quali concordemente si dice che rappresentano solo contenitori (nomi, appunto) nei quali si mette di tutto» BARCELLONA, *L'"azzardo" oltre la scommessa*, cit., p. 602, nt. 90.

gicamente variabile in relazione alle esigenze concrete. Questa è, d'altronde, la sua ragione d'essere e tale variabilità costituisce la "materia" dell'assistenza dell'operatore professionale (vale a dire: l'intermediario non fornisce ma modella sempre, poco o tanto, lo strumento in relazione alle esigenze manifestate dall'investitore).

E allora, attraverso tale chiave di lettura, si possono oltrepassare svariati problemi applicativi: *in primis* quelli concernenti l'inefficacia della protezione (lo *swap* deve essere congegnato abilmente, secondo i modelli e gli strumenti forniti dalla tecnica finanziaria); poi, quelli concernenti la presenza di eventuali commissioni implicite (che devono essere correttamente divulgate attraverso la *disclosure* sulle modalità di determinazione e sul valore dello strumento nella fase genetica del rapporto) e/o di un *mark to market* in fase di stipula con valore differente da zero, in specie se a sfavore, in ragione non tanto dell'accordo sulla misura delle prestazioni che, a ben vedere, non verranno determinate prima della loro scadenza, ma di un accordo sulla misura che l'alea assume per entrambi i contraenti (in tale ottica, questo dato andrà accompagnato da un giudizio qualitativo dell'alea basato sulle analisi di scenario); l'alea può essere sbilanciata ma, comunque, deve essere tale da non inficiare la funzione di copertura (il rischio deve essere reale, l'alea quindi *razionale*); infine, tali contratti necessitano di un attento monitoraggio per tutta la durata del rapporto (maggiore in caso di copertura "aggregata", minore in quella "analitica" realizzata dalla semplice verifica del mantenimento delle condizioni di copertura iniziali).

In particolare, non si può a priori negare la legittimità di un compenso all'intermediario per la remunerazione della sua opera di ingegnerizzazione e di negoziazione dello strumento, per il rischio di controparte, per il rischio di liquidità, per l'obbligo di monitoraggio, di consulenza specifica, ecc. Anzi, nell'ottica sopra prospettata (necessità dell'attività consulenziale dell'intermediario) l'impresa di finanziamento giocoforza avrà diritto ad un compenso. Il quale, però, dovrà essere applicato nel modo più trasparente possibile: a cominciare da una sua rivisitazione strutturale, magari applicando al cliente non una commissione implicita ricavata dalla predisposizione di uno strumento che parte già in origine sbi-

lanciato ma un onere *una tantum* liquido, certo ed esigibile (un vero e proprio "costo di transazione") ovvero legato ancora alla creazione del derivato "sbilanciato" ma in modo, questa volta, altamente chiaro e formalizzato e, si aggiunge, equamente parametrato all'opera svolta dall'intermediario, così da non svilire la possibilità di funzionamento del contratto.

Il costo implicito, in altre parole, non trasforma la finalità (*rectius* la causa) del derivato da copertura a speculazione [376]: se viene occultato pare esserci effet-

[376] Come invece sostiene, ad es., Trib. Milano, 19 aprile 2011, n. 5118, in *Ilcaso.it*.

Nella prospettata funzionalizzazione della causa del contratto di *swap*, inoltre, pare erroneo affermare che se un derivato concepito con finalità di copertura non assolve alla funzione voluta se ne deve dedurre che è speculativo. Fatto salvo il caso in cui le parti abbiano inteso convertire il contratto nullo (art. 1424 c.c.), un derivato di tal fatta si sostanzia come uno strumento del quale il cliente, se casualmente si ritrova tra le mani *qualcosa*, di questo *qualcosa* non sa che farsene (anche perché, come nel caso di molti enti collettivi, gli è precluso statutariamente porre in essere attività speculative in senso stretto); se il contratto è stato predisposto con finalità di copertura, lo *swap* mal congegnato, semplicemente, è stato creato attorno ad un rischio che non c'è, in quanto quello che grava sull'investitore è del tutto differente: il contratto sarà in questo caso nullo al pari dell'assicurazione priva del rischio (art. 1894 c.c.).

In tale contesto si può verificare qualche problema interpretativo. I contratti aleatori hanno la caratteristica di essere pervasi del rilievo causale del rischio. Stipulare, ad es., un'assicurazione della propria auto avvalendosi dell'assistenza dell'impresa di assicurazioni o del *broker* di fiducia e trovarsi, invece, contrariamente alla "veste" contrattuale e alle informazioni ottenute, sottoscrittori di una polizza vita *index linked*, quindi ad alto contenuto di investimento (qui inteso in senso proprio, come impiego di denaro o come sinonimo di speculazione; ma il "ramo vita" presuppone comunque l'esistenza di un rischio: la premorienza), potrebbe essere (al di là dei vizi di forma) un contratto in cui prevale l'errore determinante del volere (e quindi annullabile) ovvero un inadempimento, certamente grave, del venditore della polizza (eventualmente causativo della risoluzione del contratto), rientrando nel caso di *aliud pro alio*, inteso come errore sulla natura o sull'oggetto del contratto o, più correttamente, sull'identità dell'oggetto, ovvero come causa di risoluzione per inadempimento (GALGANO, *Il contratto*, cit., p. 323, che tratta dell'*aliud pro alio* in termini di errore; Cass., 5 febbraio 2016, n. 2313, in *Iusexplorer.it*, invece, per la regolazione dell'*aliud pro alio* in termini di inadempimento che giustifica la risoluzione del contratto).

Ma se l'assicurazione copre un rischio che non c'è, come detto, il contratto è nullo (art. 1894 c.c.) perché la causa non esiste: così, ad. es., se viene contratta una assicurazione per la circolazione di un autoveicolo che non si possiede.

Nel caso degli *swaps* di copertura che non sono in grado di attuare alcuna protezione o che sono congegnati in modo tale da non poter mai entrare in funzione (l'alea è sbilanciata sino alla quasi-inesistenza), piuttosto, il risultato del programma negoziale risulta completamente alterato rispetto a quello che le parti avevano inteso porre in essere, la cui carenza di causa e, quindi, la nullità, assorbe tanto i problemi inerenti i vizi della volontà che quelli sull'inesatto adempimento; a differenza del caso "limite" concernente l'assicurazione "difettosa" qui: (a) il programma negoziale è quanto di più soggettivo ci sia ed, anzi, può prendere forma solo per mezzo dell'assistenza prestata dall'intermediario "collocatore" dello strumento; (b) il contratto è atipico e deve positivamente superare il preliminare vaglio critico della meritevolezza degli interessi perseguiti (in con-

tivamente un mancato accordo sull'alea e, per tale via, sul profilo causale concreto del contratto. Non vi sarebbe errore come non vi sarebbe inadempimento agli obblighi informativi; o, meglio, non vi sarebbe solo ciò: «vi sono […] ipotesi […] la cui mancanza genera nullità del contratto, come ad es. […] il vitalizio privo di alea per le gravi condizioni di malattia del vitaliziato […] Di fronte a casi come questi, anche chi è più contrario a cristallizzare una nozione di causa riconosce comunque che un ruolo è stato assolto proprio dalla causa: quello almeno di chiarire che, conclusa la vendita del cavallo inesistente, il contratto è viziato non già per l'errore del compratore, ma per l'assenza del cavallo, con ciò volendo dire che, quando la causa manca, ciò che rileva non è l'errore delle parti su di essa, ma il difetto in sé» [377]; e, si aggiunge, quando manca la causa, anche la mancanza o la carenza di un'informazione dovuta è ininfluente.

Per il mezzo della valorizzazione del *mark to market* dello strumento unita-

---

creto); (c) il derivato che non è in grado di attuare alcuna copertura e, a maggior ragione, quello la cui alea è assente o quasi-assente, deve trattarsi non come derivato speculativo ma, piuttosto, come uno strumento dove il rischio "assicurato" non c'è, in cui nulla può sanare la genetica invalidità del contratto (nemmeno la sua alternativa utilizzabilità per altri fini) derivante dalla carenza di causa concreta. Ne risulta che il vizio genetico del derivato di copertura spesse volte sembra volgere verso un difetto strutturale che ne contamina il profilo causale; di qui la necessaria applicazione del rimedio della nullità.

Così, problemi come quello dello *swap* congegnati in modo tale da creare un flusso di cassa positivo iniziale finalizzato a "ristrutturare" precedenti posizioni in derivati con gravi perdite implicite emerse dalla loro anticipata conclusione (c.d. "*unwinding*"), attraverso la creazione di un nuovo strumento derivato ampiamente sbilanciato a sfavore dell'investitore, con corresponsione a quest'ultimo di un importo (*up-front*) a titolo indennitario (generalmente, però, di importo inferiore al *mark to market* dello strumento, al fine di applicare i costi impliciti anche di tale negoziazione) che dovrà, di fatto, rimborsare attraverso i differenziali periodici futuri a suo sfavore a causa di un'alterazione del meccanismo contrattuale («non soltanto il pagamento di una somma a titolo di "up front" non costituisce un beneficio ma integra un doveroso e necessario meccanismo di riequilibrio del sinallagma negoziale»: Trib. Roma, 18 luglio 2016, n. 14375, cit.), si potranno risolvere per carenza di causa; non perché il derivato concretamente stipulato sarà considerato "speculativo" ma perché: (a) il contratto (aleatorio) così formato non corrisponde a ciò che le parti avevano dichiarato di voler porre in essere (gestione di un determinato rischio preesistente); ovvero (b) se ciò che emerge, invece, è la reale volontà contrattuale, la causa sarà, piuttosto, quella di finanziamento e non quella di "speculazione" ovvero di "copertura" (e il contratto sarà illecito ai sensi però dell'art. 1418, co. 1, c.c., perché contrario alle norme imperative del Testo Unico Bancario che vietano di porre in essere contratti di finanziamento privi di forma scritta e in violazione delle specifiche norme sulla trasparenza).

[377] SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, cit., pp. 111-112 il quale riprende l'esemplificazione (e le parole) di SACCO, *La causa*, cit., pp. 642 e 638.

mente all'espressione degli scenari probabilistici, e all'apprensione dei criteri di correlazione con l'operazione garantita, si può sapere, in definitiva, se i requisiti di copertura sono rispettati o meno e se tale protezione può ritenersi efficace. Già la conoscenza del valore iniziale dello strumento può essere utile a tale indagine: più è elevato il *mark to market* negativo dello strumento meno ci saranno possibilità di realizzare differenziali positivi in futuro – in tale condizione la copertura potrebbe non avere alcun senso.

Occorre considerare, però, che anche un derivato con *mark to market* negativo, purché strutturato coerentemente con le finalità di copertura e dotato di uno sbilancio iniziale non eccessivo, può proteggere quel cliente dotato di una forte avversione al rischio e che stima improbabile, ma comunque possibile, il realizzarsi di un evento (ad es.: il rialzo dei tassi di interesse) e intende comunque proteggersi da tale rischio per allontanare anche la possibilità (più o meno remota) che si realizzi l'evento sfavorevole. Anche qui, si noti, l'informazione non è "mera informazione" ma da forma alla struttura causale dello strumento finanziario derivato.

V'è da dire che la normativa presuppone una gradazione dei doveri informativi (e quindi di tutela) in relazione allo *status* soggettivo del cliente [378]. Parimenti, non ogni violazione ai doveri di consulenza avrà la stessa conseguenza nel caso di negoziazioni di derivati OTC: vi saranno doveri ritenuti imprescindibili, inderogabili quale che siano le qualità soggettive della controparte, e qui la nullità per difetto di causa può sorgere ogni qualvolta il contratto non risponda alla funzione desiderata; vi saranno invece obblighi risarcitori ogni qualvolta la tutela minima garantita nella formazione dell'accordo sia rispettata ma le concrete modalità di esecuzione differiscano da quelle ritenute idonee. Saranno imprescindibili ed in-

[378] Clienti al dettaglio, professionali (su richiesta o di diritto), controparti qualificate: cfr. nota 353. Si ricorda (cfr. altresì nota 119) che «con specifico riferimento ai derivati negoziati OTC, […] l'assistenza fornita alla clientela nella fase di strutturazione di queste operazioni, create (o quantomeno presentate come) "su misura" per il cliente, pur in una logica di parziale standardizzazione, presuppone intrinsecamente che il prodotto sia presentato come adatto alla clientela e rende, quindi, imprescindibile l'applicazione del regime di adeguatezza previsto in caso di svolgimento del servizio di consulenza in materia di investimenti» (CONSOB, *Comunicazione* n. 9019104 del 2 marzo 2009, cit., p. 9).

derogabili i doveri di consulenza e di assistenza da rendersi nell'interesse del cliente nella fase genetica del rapporto; la fase funzionale sarà invece regolata dagli obblighi risarcitori conseguenti alla "cattiva" assistenza prestata.

Ma v'è anche un altro profilo, forse più rilevante, che potrebbe aiutare a superare l'*impasse* che le pronunce gemelle delle Sezioni unite hanno lasciato, derivante dalla difficoltà di distinguere, nel caso concreto, fra regole di condotta (risarcibili del danno conseguenza immediata e diretta della violazione) e regole di validità (che possono portare alla nullità del negozio) [379]. Concernerà la causa del contratto il profilo genetico e strutturale del rapporto: i vizi, anche di condotta, relativi alla fase di ingegnerizzazione dello strumento, talmente gravi e rilevanti da produrre un derivato dotato di una utilità non desiderata ovvero privo di qualsiasi utilità in quanto totalmente inefficace allo scopo per il quale era stato creato, non possono attenere ad una mera responsabilità risarcitoria se si qualifica lo *swap* in termini di strumento estremamente variabile, non oggettivo, che per essere creato gli si deve infondere gli interessi soggettivi dei contraenti (*rectius* della controparte – investitore – che richiede all'altra – intermediario – uno strumento di protezione alla variazione futura di un parametro); in altre parole, l'operazione dovrà essere *adeguata* [380] alle richieste e alle esigenze di protezione del cliente; lo squilibrio e l'irrazionalità dell'alea è in questo caso lo squilibrio e l'irrazionalità della causa. Sarà di tipo risarcitorio, invece, la responsabilità dell'intermediario che,

[379] Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, cit., cfr. nota 18, le quali hanno espressamente escluso che l'inosservanza degli obblighi di condotta (anche quelli derivanti direttamente dall'art. 21 Tuf) possa dare origine ad un giudizio di invalidità del contratto per nullità *ex* art. 1418, co. 1, c.c. (contratto nullo perché contrario a norme imperative).

[380] «L'inadeguatezza qui risiederebbe nell'offerta di un prodotto *funzionalmente diverso* da quello atteso: il che non violerebbe più quel principio di protezione specifico sancito dalla regolamentare derogata, ma il più generale dovere di eseguire il contratto con buona fede, diligenza e professionalità. Dovere che non viene meno pur in presenza di un operatore qualificato, con che l'intermediario, in simili casi, è tenuto ad astenersi dall'offerta o a rivelarne appieno la difformità della richiesta»: GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, cit., p. 92 ss. D'altronde, la nozione di adeguatezza alle esigenze del cliente dello strumento proposto viene fatta discendere direttamente dagli obblighi prescritti dall'art. 21 Tuf e differisce dalla valutazione di adeguatezza dell'investimento rispetto al profilo di rischio dell'investitore di cui all'art. 29 del reg. Consob n. 16190/2017: Trib. Milano, 23 marzo 2012, in *Ilcaso.it*, e, più velatamente, Trib. Lecce, 9 maggio 2011, in *Ilcaso.it*.

nell'ambito del servizio di consulenza [381], o meno [382], non fornirà, o non fornirà adeguatamente, il giudizio rispettivamente di *adeguatezza* [383] ed *appropriatezza* dello strumento finanziario derivato (che in tale fase è già stato creato) in relazione alla conoscenza ed esperienza nel settore di investimento rilevante per il tipo di strumento o di servizio, alla situazione finanziaria dell'investitore e agli obiettivi di investimento (giudizio di adeguatezza) o in relazione al livello di esperienza e conoscenza nel settore di investimento per il tipo di strumento o di servizio proposto o richiesto (giudizio di appropriatezza).

Con altre e più chiare parole, «il difetto strutturale del contratto derivato rende giustificato il ricorso allo strumento drastico – e semplificato (per l'attore) – del giudizio di validità: sono i casi in cui può predicarsi un difetto di causa concreta per inidoneità del contratto ad assicurare la funzione di copertura (ma solo se contrattualizzata […]) e i casi di mancanza di alea, ovvero di mancanza della necessaria bilateralità dell'alea (quando il derivato, come per l'IRS, deve avere un'alea bilaterale). La non corretta informazione, ovvero la non corretta valutazione di adeguatezza compiuta dall'intermediario reclamano invece un giudizio più articolato e graduabile, ed orientano dunque l'interprete nel privilegiare lo strumento risarcitorio» [384].

Una volta colto che i derivati OTC, e in specie lo *swap*, possono astrattamente assolvere ad una funzione meritevole (quella di copertura), si deve altresì cogliere che non esiste altro contratto così flessibile e malleabile [385]: di conseguenza la sua

---

[381] Art. 39 del reg. Consob n. 16190/2017: informazioni richieste per la formulazione del giudizio di *adeguatezza* (per i servizi di consulenza e gestione di portafogli).

[382] Art. 41 del reg. Consob n. 16190/2017: informazioni richieste per la formulazione del giudizio di *appropriatezza* (per i servizi diversi da quelli di consulenza e di gestione di portafogli).

[383] Più stringente di quello di appropriatezza, se non altro perché in assenza delle informazioni necessarie l'intermediario deve astenersi dal porre in essere l'operazione richiesta: art. 39, co. 6, reg. Consob n. 16190/2017

[384] DELFINI, *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione (a margine di un recente libro in tema di Swap)*, in *Contr. imp.*, 2014, 4-5, p. 941.

[385] «La stessa stipulazione di un contratto derivato costituisce ad un tempo atto negoziale e mezzo di generazione dello strumento, con la conseguenza di infondere alle parti la duplice posizione di contraenti e di creatori di un'autonoma entità finanziaria. Una tale compenetrazione impone all'interprete di non trascurare la componente contrattuale la quale assume di un peso ed un rilievo decisamente superiore nel derivato, unici quanto unica è quella immedesimazione che vale a distinguere questo strumento da ogni altro»: GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica*

causa (concreta) sarà altamente *variabile* in relazione alla conformazione strutturale dello strumento portata dai singoli bisogni. Il contratto che ne deriva, in relazione allo *status* soggettivo dei contraenti (l'intermediario finanziario: operatore professionale altamente informato, capace ed organizzato, su cui gravano specifici obblighi di condotta a tutela dell'investitore e del mercato finanziario; l'investitore, nella sua variabile veste di cliente al dettaglio o professionale, contraente più o meno "debole" che necessita sempre di un certo livello di assistenza e protezione), al rapporto che viene ad instaurarsi tra le parti (conflitto di interessi *vs* dovere di cooperazione) e alla natura aleatoria del contratto, gode di una disciplina particolare, parzialmente differente da quella codicistica del contratto in generale [386].

Lo strumento di controllo e regolazione pare attestarsi, nel rigore della norma, nel giudizio di meritevolezza degli interessi perseguiti con lo *swap* di copertura (contratto nominato, che gode di ampia diffusione, ma pur sempre atipico) ai sensi dell'art. 1322, co. 2, c.c., attuato indagando non (solamente) la struttura causale astratta ma, altresì, quella concreta; rivalorizzando la funzione soggettiva perché in tal caso strettamente connessa con quella oggettiva, attraverso una spinta (ma, come visto, necessaria) obiettivazione dei motivi; riscontrando nella funzione-individuale del contratto un mezzo per garantire la funzione economico-sociale del medesimo attraverso una sua regolazione che protegga il contraente debole da atti opportunistici in vista di una tutela del mercato che crei l'*humus* su cui porre in essere transazioni sempre più sicure, certe ed efficienti.

---

derivata: nuovi progressi giurisprudenziali, cit., p. 92 ss.

[386] E per tale via il contratto dell'intermediazione finanziaria si spoglia della disciplina rimediale tradizionale che vedrebbe primeggiare figure quali l'annullamento per vizio della volontà (errore o dolo) ovvero il risarcimento del danno, in favore del rimedio della nullità per immeritevolezza / vizio causale invalidante: «la strutturale immeritevolezza che sul piano macroeconomico esibiscono *swap*, *futures* e *options* a funzione protettiva conclusi "in proprio" dalle banche resta sottoposta ad un giudizio causale che, necessariamente, rimane singolare. Ma questa immeritevolezza macroeconomica, che non può riferirsi allo schema negoziale in sé considerato, opera, tuttavia, sul terreno (decisivo) dei parametri secondo i quali ne deve essere operato in via singola il giudizio causale […] Dunque, derivati con funzione di copertura stipulati "in proprio" dalle banche, i quali riversino tutta l'alea reale sui clienti/investitori e lascino sulla controparte bancaria un'alea *sostanzialmente* inverosimile (= improbabile), programmano circolazioni della ricchezza "senza causa" che li mostrano immeritevoli di tutela ai sensi dell'art. 1322» BARCELLONA, *Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, cit., p. 906.

Detto ciò, la grande avversione nel ricorrere al requisito causale del contratto e alla soluzione dell'immeritevolezza degli interessi sta anche nel rimedio drastico, ancorché estremamente pratico per l'investitore, che la nullità produce (nel caso dello *swap* caduto sotto la "scure" della declaratoria di nullità, su tutti: ripetizione *ex* art. 2033 c.c. delle somme indebitamente corrisposte all'intermediario, al netto delle eventuali somme ricevute, e cancellazione del *mark to market* in essere al momento della domanda giudiziale senza dover dare prova di alcun nesso eziologico tra importo oggetto di ripetizione, vizio di struttura del prodotto e scorrettezza della condotta; entità della ripetizione dell'indebito scollegata dalla gravità e dalla misura del vizio e/o della irregolarità dedotta; imprescrittibilità dell'azione di nullità, limitata, di fatto, solamente dall'interesse all'azione in caso di intervenuta prescrizione dell'azione di ripetizione dell'indebito; impossibilità di convalida del contratto nullo). Con tutte le difficoltà di sorta, il confronto si sposta quindi su un nuovo tipo di invalidità, etichettata come nullità conformativa o post-codice «che si distinguerebbe dal modello tradizionale, in ragione del suo operare sul piano (non della fattispecie, bensì) in ragione del regolamento contrattuale in una prospettiva eminentemente conformativa e ricostruttiva del medesimo» [387], in direzione di un effetto che si trasforma da reattivo-demolitorio a conservativo-ricostruttivo del regolamento contrattuale, in un sostanziale rifacimento degli effetti del contratto, almeno ove (e nella misura in cui) ciò sia tecnicamente possibile.

[387] MINNECI, *L'operatività in IRS: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, cit., p. 168.

AA.VV., *I derivati in bilancio – Valutazione e rappresentazione*, a cura di Antonio Chirico, Santarcangelo di Romagna, 2017.

AGOSTINELLI, *Le operazioni di* swap *e la struttura contrattuale sottostante*, in *BBTC*, 1997, 1.

AMARI, *Le ipotesi di nullità del contratto di* swap *analizzate dai Giudici di legittimità e di merito*, settembre 2016, in *Dirittobancario.it*.

ASCARELLI, *Aleatorietà e contratti di borsa*, in *BBTC*, 1958, 1.

BALESTRA, *Il contratto aleatorio e l'alea normale*, Padova, 2000, p. 231 ss.;

BALESTRA, *Le obbligazioni naturali*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, diretto da Cicu e Messineo, XLVIII, Milano, 2004.

BARCELLONA, *Della causa – Il contratto e la circolazione della ricchezza*, Padova, 2015.

BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale – I – L'"azzardo" oltre la scommessa: i derivati speculativi, l'eccezione di gioco e il vaglio del giudizio di meritevolezza*, in *Contr. imp.*, 2014, 3.

BARCELLONA, *I derivati e la causa negoziale – II – Il controllo di meritevolezza e i derivati (anche) di protezione conclusi dalle banche*, in *Contr. imp.*, 2014, 4.

BASSO-PIANCA, *Introduzione alla matematica finanziaria,* Padova, 2012.

BENACCHIO, *Diritto Privato della Comunità Europea*, Padova, 1998.

BERTI DE MARINIS, *I contratti derivati: corretta allocazione del rischio e meritevolezza degli interessi*, in *BBTC*, 2017, 4.

BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1950.

BIANCA, *Diritto civile, III, Il contratto,* Milano, 2000.

BREALEY-MYERS-ALLEN-SANDRI*, Principi di finanza aziendale*, 2015.

BRECCIA, *Morte e resurrezione della causa: la tutela*, in *Il contratto e le tutele, Prospettive di diritto europeo*, a cura di Mazzamuto, Torino, 2002.

CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni su tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, II.

CAPUTO NASSETTI, *Funzione di copertura parziale di uno swap di pagamenti e*

mancanza della formula di calcolo del mark-to-market: la babele continua, in *BBTC*, 2017, 2.

CAPUTO NASSETTI, *I contratti derivati finanziari*, Milano, 2011.

CORAZZA, *Causa, meritevolezza e razionalità dei contratti derivati IRS*, in *BBTC*, 2016, 2.

COSSU, Domestic currency swap *e disciplina applicabile ai contratti su strumenti finanziari. Brevi note sul collegamento negoziale*, in *BBTC*, 2006, 2.

D'ANGELO, *La buona fede. Il contratto in generale*, IV, in *Trattato Bessone*, XIII, Torino, 2004.

DE IULIIS, *Lo* swap *di interessi o di divise nell'ordinamento italiano*, in *BBTC*, 2004, 3.

DELFINI, *Contratti derivati OTC: problemi di validità e di qualificazione (a margine di un recente libro in tema di Swap)*, in *Contr. imp.*, 2014, 4-5.

DI MAJO, *I principi dei contratti commerciali internazionali dell'*Unidroit, in *Contr. imp. Eur.*, 1996, p. 292.

DI MAJO, voce *Causa del negozio giuridico*, in *Enc. giur. Trecc.*, IV, Roma, 1988.

DI RAIMO, *Interest rate swap, teoria del contratto e nullità; e se finalmente dicessimo che è immeritevole e che tanto basta?*, in *Rass. dir. civ.*, 2014.

DI VINCENZO, *Stipula di uno swap: l'intermediario ha diritto al compenso?*, Giugno 2013, in *Dirittobancario.it*.

FALLETTA, *Il libro dei paradossi*, Milano, 2017.

FERRARA, *Teoria del negozio illecito nel diritto civile italiano*, Milano, 1914.

FERRI, *La causa e il tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966,

FERRI, *Tradizione e novità nella disciplina della causa del negozio giuridico*, in *Riv. dir. comm.*, 1986, I.

FRANZONI, *L'assicurazione fra i contratti aleatori*, in *Contr. impr.*, 2011, 2.

GABRIELLI, *Contratti di borsa, contratti aleatori e alea convenzionale implicita*, in *BBTC*, 1986, 1.

GABRIELLI, *Operazioni su derivati: contratti o scommesse?*, in *BBTC*, 2009, 6.

GABRIELLI, voce *Alea*, in *Enc. giur. Trecc.*, I, Roma, 2001.

GALGANO, *Diritto ed economia alle soglie del nuovo millennio*, in *Contr. imp.*,

2000, 1.

GALGANO, *Il contratto*, 2011, Padova.

GALGANO, *Il negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu-Messineo-Mengoni, continuato da Schlessinger, Milano, 2002.

GALGANO, *La categoria del contratto alle soglie del nuovo millennio*, in *Contr. imp.*, 2000.

GALGANO, *Squilibrio contrattuale e mala fede del contraente forte*, in *Contr. imp.*, 1997, 2.

GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964.

GILOTTA, *In tema di interest rate swap*, in *Giur. comm.*, 2007, I.

GIRINO, *Alea e trasparenza nella contrattualistica derivata: nuovi progressi giurisprudenziali*, in *BBTC*, 2013, 1.

GIRINO, *I contratti derivati 2*, Milano, 2010.

GIRINO, *Sulla dichiarazione autoreferenziale di operatore qualificato e sui residuali oneri di verifica dell'intermediario*, in *BBTC*, 2011, 2.

GIUDICI, Interest Rate Swap *e nullità del contrato: sui pericoli sistemici dei derivati*, in *BBTC*, 2016, 4.

HULL, *Opzioni, futures e altri derivati*, Milano-Torino, 2012.

INZITARI, *Il contratto di* swap, in *I contratti dell'industria e del mercato finanziario*, Trattato diretto da Galgano, III, Torino, 1995.

KANT, *Critica della ragion pura*, traduzione di Colli, Milano, 1976.

LANZILLO, *La proporzione tra le prestazioni contrattuali*, Padova, 2003.

LA ROCCA, *La tutela dell'impresa nella contrattazione in strumenti finanziari derivati*, Padova, 2011.

MAFFEIS, *Costi impliciti nell'*interest rate swap, in *Giur. comm.*, 2013, 3.

MAFFEIS, *Intermediario contro investitore: i derivati over the counter*, in *BBTC*, 2010, 6.

MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato* over the counter *come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014.

MAFFEIS, *La causa del contratto di* interest rate swap *e i costi impliciti*, febbraio

2013, in *Dirittobancario.it*.

MAFFEIS, *Le stagioni dell'orrore in Europa: da Frankenstein ai derivati*, in *BBTC*, 2012, 3.

MAGGIOLO, *Nessun derivato è un'isola (il servizio di consulenza nella negoziazione di derivati OTC)*, in *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014.

MANTOVANO, Mark to Market*, danno e truffa contrattuale al vaglio della Corte di Cassazione*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2012, 1.

MESSINEO, voce *Contratto derivato-subcontratto*, in *Enc. dir.*, X, Milano, 1962.

MINNECI, *L'operatività in IRS: tra causa tipica, causa concreta e obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente*, in *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014.

MOSCATI, *La causa del contratto*, in *Diritto civile, II, Il contratto in generale*, Tratt. Lipari-Rescigno, III, Milano, 2009.

NICOLÒ, voce *Alea*, in *Enc. dir.*, Milano, 1958, I.

LENER-LUCANTONI, *Regole di condotta nella negoziazione degli strumenti finanziari complessi:* disclosure *in merito agli elementi strutturali o sterilizzazione, sul piano funzionale, del rischio come elemento tipologico e/o normativo?*, in *BBTC*, 2012, 4.

PAGLIANTINI, *I costi impliciti nei derivati fra trasparenza e causa (ovvero quando* nomina non sunt consequentia rerum), in *Swap tra banche e clienti – I contratti e le condotte*, Milano, 2014.

PAGLIANTINI, *I derivati tra meritevolezza dell'interesse ed effettività della tutela:* quid noctis*?*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, 2.

PAGNONI, *Contratti di* swap, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, II, Torino, 2004.

PARETO, *Una teoria critica della scienza della società*, antologia a cura di Giovanni Busino, Milano, 1975.

PERRINI, *I contratti di swap nella recente giurisprudenza arbitrale*, in *Dir. comm. internaz.*, 1999, I.

RACUGNO, *Lo* swap, in *BBTC*, 2010, 1.

ROCCHIO, *Contratti (in strumenti finanziari) derivati e causa*, in *BBTC*, 2013, 1.

ROLLI, *Causa in astratto e causa in concreto*, Padova, 2008

ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2011.

ROPPO, *La tutela del risparmiatore fra nullità, risoluzione e risarcimento*, in *Mercato finanziario e tutela del risparmio*, nel *Tratt. dir. comm.*, diretto da Galgano, XLII, Padova, 2006.

ROSS-WESTERFIELD-JAFFE, *Finanza Aziendale*, Bologna, 1997.

SACCO, *Il contratto*, in *Tratt. Vassalli*, VI, 2, Torino, 1975.

SACCO, *La causa*, in *Il contratto*, nel *Tratt. Sacco*, Torino, 1993.

SICCHIERO, voce *Contratto misto*, in *Enc. giur. Trecc.*, XVII, Roma, 2008.

SICCHIERO, *Il contratto con causa mista*, Padova, 1995.

SICCHIERO, *Tramonto della causa del contratto?*, in *Contr. imp.*, 2003, 1.

TUCCI, *Contratti derivati: determinazione dell'alea e determinabilità dell'oggetto*, in *BBTC*, 2015, 2.

TUCCI, *Interest Rate Swap: "causa tipica" e "causa concreta"*, in *BBTC*, 2014, 3.

TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa del contratto*, in *BBTC*, 2013, 1.

WILMOTT, *Introduzione alla finanza quantitativa*, 2003, Milano.

ZOPPINI, *Autonomia contrattuale, regolazione del mercato, diritto della concorrenza*, in *Diritto civile, II, Il contratto in generale*, Tratt. Lipari-Rescigno, III, Milano, 2009.

Trib. Bari, 15 luglio 2010, in *Ilcaso.it*.

Trib. Forlì, 14 ottobre 2013, n. 767, in *Ilcaso.it*.

Trib. Grosseto, 12 gennaio 2006, in *Iusexplorer.it*.

Trib. Lanciano, 6 dicembre 2005, in *Giur. comm.*, 2007, II.

Trib. Lecce, 9 maggio 2011, in *Ilcaso.it*.

Trib. Milano, 25 febbraio 2015; in *Ilcaso.it*.

Trib. Milano, 13 febbraio 2014, n. 3145, in *Dirittobancario.it*.

Trib. Milano, 23 marzo 2012, in *Ilcaso.it.*

Trib. Milano, 19 aprile 2011, n. 5118, in *Ilcaso.it*.

Trib. Milano, 26 maggio 1994, in *BBTC*, 1995, 2.

Trib. Milano, 24 novembre 1993, in *BBTC*, 1995, 2.

Trib. Modena, 19 agosto 2015, n. 1426, in *Ilcaso.it*.

Trib. Monza, 9 novembre 2017, n. 3226, in *Ilcaso.it.*

Trib. Napoli, 30 ottobre 2012, in *Dirittobancario.it*.

Trib. Novara, 18 gennaio 2007, in *Iusexplorer.it*.

Trib. Padova, 25 ottobre 2016, in *Dirittobancario.it*.

Trib. Roma, 1 marzo 2017, in *Ilcaso.it.*

Trib. Roma, 18 luglio 2016, n. 14375, in *Ilcaso.it*.

Trib. Roma, 8 gennaio 2016, n. 212, in *Ilcaso.*it.

Trib. Roma, 25 novembre 2015, n. 23717, in *Ilcaso.it*.

Trib. Roma, 14 settembre 2011, n. 17739, in *Iusexplorer.it*.

Trib. S. Remo, 27 ottobre 1982, in *Riv. dir. comm.*, 1983, II.

Trib. Taranto, 21 aprile 2014, in *Dirittobancario.it.*

Trib. Torino, 12 settembre 2017, in *Iusexplorer.it*.

Trib. Torino, 17 gennaio 2014, in *Ilcaso.it*.

Trib. Torino, 24 aprile 2014; in *Ilcaso.it*.

Trib. Venezia, 25 ottobre 2007, in *Ilcaso.it*;

Trib. Verona, 27 marzo 2012, in *Dirittobancario.it*.

App. Brescia, 11 gennaio 2018, n. 8, in *Ilcaso.it*.

App. Milano, 11 novembre 2015, n. 4303, in *Ilcaso.it*.

App. Bologna, 16 settembre 2015, n. 1527, in *Ilcaso.it*.

App. Milano, 18 settembre 2013, n. 3459, in *Ilcaso.it*.

App. Torino, 27 luglio 2016, n. 1725, in *Dirittobancario.it*;

App. Venezia, 15 settembre 2015, citata da CAPUTO NASSETTI, *Causa, alea, mark-to-market e upfront nei contratti di swap di pagamenti e opzioni su tassi di interesse*, in *Giur. comm.*, 2016, II, p. 316, nt. 64.

Cass., Sez un., 16 gennaio 2018, n. 898, in *Ilcaso.it*.

Cass., 31 luglio 2017, n. 19013, in *Ilcaso.it*.

Cass., 7 luglio 2017, n. 16861, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 1 giugno 2017, n. 17957, in *Iusexplorer.it*

Cass., 27 aprile 2017, n. 10447 (ordinanza interlocutoria), in *Iusexplorer.it*.

Cass., 5 aprile 2017, n. 8806, in *Dirittobancario.it*

Cass., 11 ottobre 2016, n. 20446, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 9 agosto 2016, n. 16820, massima ufficiale, in *Ilcaso.it*.

Cass., 8 luglio 2016, n. 14059, in *Iusexplorer.it*

Cass., 18 maggio 2016, n. 10161, in *Ilcaso.it*.

Cass., 11 maggio 2016, n. 9644, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 24 marzo 2016, n. 5919, in *Ilcaso.it*,

Cass., 21 marzo 2016, n. 5514, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 5 febbraio 2016, n. 2313, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 19 ottobre 2015, n. 21097, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 6 novembre 2014, n. 23717, in *Iusexplorer.it*.

Cass., Sez. un., 3 giugno 2013, n. 13905, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 19 dicembre 2011, n. 46669, in *Iusexplorer.it*

Cass., sez. un., 18 febbraio 2010, n. 3947, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 18 settembre 2009, n. 20106, in *Iusexoplorer.it*.

Cass., 26 maggio 2009, n. 12138, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Iusexplorer.it*.

Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 24 luglio 2007, n. 16315, in *Iusexoplorer.it*.

Cass., 5 giugno 2007, n. 13164, in *Iusexplorer.it.*

Cass., 22 novembre 2006, n. 24786, in *Iusexolorer.it.*

Cass., 29 settembre 2006, n. 21066, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 27 luglio 2006, n. 17145, in *Iusexoplorer.it.*

Cass., 14 novembre 2005, n. 22932, in *Iusexoplorer.it.*

Cass., 21 ottobre 2005, n. 20398, in *Iusexoplorer.it.*

Cass., 8 maggio 2006, n. 10490, in *Iusexplorer.it*.

Cass., Sez. un., 13 settembre 2005, n. 18128, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 27 luglio 2005, n. 15672; in *Iusexpolorer.it*

Cass., 19 maggio 2005, n. 10598, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 11 febbraio 2005, n. 2855, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 30 agosto 2004, n. 17399, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 24 luglio 2004, n. 14244, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 23 febbraio 2004, n. 3545, in *Iusexplorer.it.*

Cass., 25 novembre 2002, n. 16568, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 28 giugno 2001, n. 8844, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 24 settembre 1999, n. 10511, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 15 luglio 1996, n. 6393, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 20 aprile 1994, n. 3775, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 25 febbraio 1993, n. 2338, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 26 gennaio 1993, n. 948, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 20 novembre 1992, n. 12401, in *Iusexplorer.it.*

Cass., 12 marzo 1992, n. 3013, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 7 giugno 1991, n. 6452, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 4 agosto 1988, n. 4825, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 27 luglio 1987, n. 6492, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 31 maggio 1986, n. 3694, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 5 gennaio 1983, n. 1, in *Iusexplorer.it*.

Cass., 5 marzo 1979, n. 1364, in *Iusexplorer.it*.

Lodo arb. Bologna, 10 febbraio 2017, in *Ilcaso.it*.
Cons. Stato, 27 novembre 2012, in *Dirittobancario.it.*